



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

**EVOLUCIÓN DE LOS CONSEJOS DE  
ADMINISTRACIÓN EN EL IBEX-35**

Período 2004 - 2012

Autor

Adrián Llosá Llopis

Directora

Nuria Alcalde Fradejas

Facultad de Economía y Empresa  
Año 2014

Autor del trabajo: Adrián Llosá Llopis

Directora del trabajo: Nuria Alcalde Frajedas

Título del trabajo: Evolución de los Consejos de Administración en el IBEX-35.  
Período 2004 - 2012

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas

Resumen:

En este Trabajo de Fin de Grado se analiza la evolución de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas del índice de referencia en España, el IBEX 35, dentro del Gobierno Corporativo. Comprende el periodo desde el primer Informe Anual de Gobierno Corporativo, de presentación obligatoria y aplicación voluntaria, en el ejercicio 2004 (Informe Aldama), hasta el ejercicio 2012, con el Código Unificado de Buen Gobierno (Informe Conthe), adoptado en 2006. Utilizando la información aportada por las sociedades anualmente y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre otros autores, se ha comparado la evolución de los datos referidos al Consejo de Administración con el fin de observar tendencias, así como datos que, a priori, pueden parecer contradictorios o negativos. En estos casos, tanto si constituyen una tendencia general, como si se refieren a alguna sociedad en particular, se ha indagado sobre las razones que los motivan y se han obtenido conclusiones que pudieran suscitar interés.

1. PRESENTACIÓN.....	1
2. QUÉ ES EL GOBIERNO CORPORATIVO. TEORÍAS EXISTENTES Y SU REPERCUSIÓN.....	3
3. EVOLUCIÓN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO .....	6
4. EL MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS SOCIEDADES DEL IBEX 35 EN EL PERÍODO 2004 – 2012 Y CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO.....	10
5. OBJETIVO, MUESTRA, ALCANCE Y FUENTES DE INFORMACIÓN.....	13
5.1 OBJETIVOS .....	13
5.2 MUESTRA .....	13
5.3 ALCANCE.....	15
5.4 FUENTES DE INFORMACIÓN .....	15
6. RESULTADOS.....	17
6.1 CAPITAL SOCIAL Y PARTICIPACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....	17
6.2. ESTRUCTURA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN .....	19
6.3. DEL PRESIDENTE, EL VICEPRESIDENTE Y EL SECRETARIO .....	26
6.4. REMUNERACIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y ALTA DIRECCIÓN.....	27
7. CONCLUSIONES.....	31
8. REFERENCIAS .....	33

## 1. PRESENTACIÓN

El buen gobierno corporativo está ganando importancia en los últimos años de una forma bastante acelerada. Es reconocido como un valioso instrumento para conseguir mercados más eficientes. Hechos relevantes como los escándalos de fraude de Enron, Parmalat, WorldCom, Lehman Brothers, o el caso Madoff, unidos a la actual crisis financiera global, han provocado que no solo las personas involucradas en el mundo de la Economía y la Empresa atiendan al Gobierno Corporativo; sus clientes, sus proveedores, su competencia y la sociedad en general tienen puestos sus ojos sobre las compañías y este concepto ha dejado de ser conocido solo en el mundo empresarial. La sociedad demanda más transparencia, y el Gobierno Corporativo es una buena forma de demostrarla.

Las prácticas de Gobierno Corporativo no son homogéneas para todos los países y empresas. Por tanto, no podemos hablar de unas prácticas comunes para todas las sociedades, sino más bien de un marco general que las empresas deben o sería recomendable cumplir.

España, desde que para el ejercicio 2004 aprobara la obligatoriedad de publicar un Informe Anual de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC) para las sociedades cotizadas, ha dado pasos de gigante hacia el cumplimiento de estas recomendaciones, la mayor parte impulsadas por la Comisión Europea (en adelante CE), además de desarrollar un marco legal más elaborado y homogéneo.

Los conflictos de agencia que surgen entre accionistas y directivos en las grandes sociedades cotizadas constituyen el centro de interés del Buen Gobierno. Con objeto de minimizar estos problemas, la estructura y funcionamiento de los Consejos de Administración (en adelante CA) se considera crucial y, por ello, se les dedica especial atención en los sucesivos informes y códigos de buen gobierno publicados. Aspectos tales como el número de consejeros independientes o dominicales, la participación de los consejeros en el capital de la sociedad o su participación en tanto en el capital como en los consejos de otras sociedades relacionadas o no con el sector son ejemplos de las variantes analizadas.

Todo este debate sobre la importancia de unas buenas prácticas de los CA motiva que la temática de mi Trabajo de Fin de Grado (en adelante TFG) trate sobre las peculiaridades de los mismos. El objetivo concreto del mismo es el análisis de la estructura de los CA de las grandes sociedades cotizadas en España (concretamente, las pertenecientes al IBEX 35), su adecuación a las recomendaciones de buen gobierno en España y los cambios experimentados en los últimos 10 años.

## 2. QUÉ ES EL GOBIERNO CORPORATIVO. TEORÍAS EXISTENTES Y SU REPERCUSIÓN

Una de las definiciones más famosas de gobierno corporativo la realizó Sir Adrián Cadbury en 1992, en el Informe sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo en el Reino Unido:

*'El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se ejerce la dirección y el control de las empresas'.*

Esta definición abarca innumerables interpretaciones. Como el autor indica, según el país que regule o la propia empresa que aplique, las prácticas a llevar a cabo serán diferentes.

Yoshimori (1997) identificó tres modelos de gestión empresarial asociados a la cultura del país de origen de la compañía:

- Modelo monista o anglosajón (Reino Unido y Estados Unidos): propone una cultura centrada en el accionista.
- Modelo dualista (Alemania y Francia): la sociedad trata de satisfacer los intereses tanto de los accionistas como de los trabajadores de la empresa. En Francia este modelo tiende más hacia la satisfacción del empleado.
- Modelo pluralista (Japón): la empresa debe satisfacer a todos los grupos de interés que la rodeen, priorizando a los trabajadores. Busca establecer relaciones a largo plazo y alta cohesión entre los distintos grupos, proponiendo objetivos que garanticen el porvenir de la empresa.

Conocido el modelo empleado en cada empresa, será posible establecer los mecanismos de control sobre la gestión de la compañía. Estos mecanismos son los mismos para cada cultura empresarial; simplemente se diferencian en los objetivos y metodologías que se emplean.

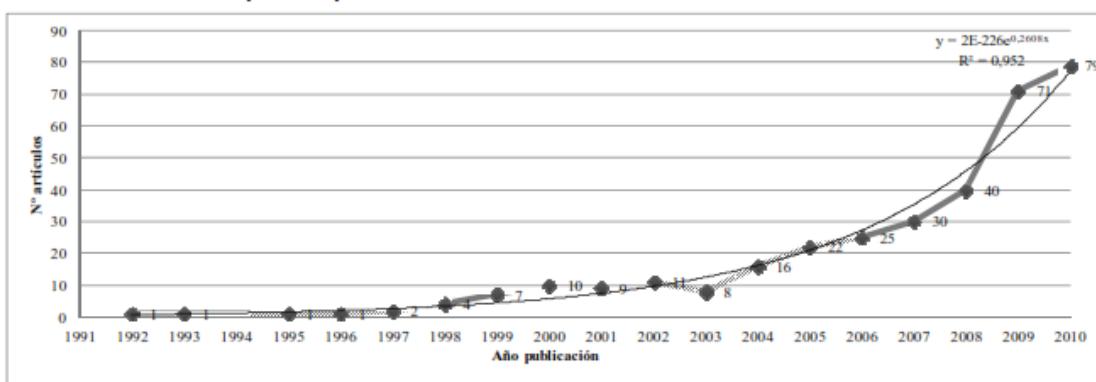
A pesar de los diferentes enfoques mencionados anteriormente, el problema en el cual coinciden la mayor parte de los estudiosos del Gobierno Corporativo se encuentra en la relación de agencia entre accionistas y directivos. Como ya pusieron de manifiesto Berle y Means (1932) e incluso mucho antes Adam Smith (1976), existe un choque de

intereses e incentivos entre los propietarios o accionistas (principales) y la dirección de la empresa (agentes). Los directivos pueden ser personas externas contratadas para dirigir la empresa y más preocupados en su bienestar personal (beneficio personal y poder en la empresa) que en el beneficio de la compañía, objetivo que persiguen sus propietarios o accionistas. El problema se agrava si la propiedad de la empresa se encuentra muy atomizada, o si el CA no conoce bien la sociedad o han sido contratados por amistad o parentesco con un directivo, o si la dirección de la empresa es cubierta en buena parte por consejeros ejecutivos. Por tanto, para hacer frente a este problema, algunas de las soluciones propuestas en la literatura son que la alta dirección posea una participación en el capital de la empresa o asociar su remuneración al rendimiento financiero a largo plazo de la compañía.

El grueso de publicaciones e investigaciones centradas en el Gobierno Corporativo se han desarrollado a partir de la entrada del nuevo siglo, creciendo exponencialmente, como puede observarse en el Gráfico 3.1:

*GRÁFICO 3.1. Número de artículos publicados por año*

Gráfico 1: Número de artículos publicados por año



Fuente: 20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional. Laura Vivas Crisol, Mónica Martínez Blasco, Josep García Blandón (2012)

Gran parte de la literatura sobre gobierno corporativo se ha centrado en el tridente accionistas - Consejo de Administración - Alta dirección, con autores como Hermalin y Weisbach (2003, 2009). Especial interés han levantado los consejeros independientes en los CA con estudios de Gordon (2007); Hermalin y Weisbach (1991, 1998); o Ravina y Sapienza (2009).

Sobre las retribuciones de los consejeros hablaron Jensen y Murphy (1990); Murphy (1999); Murphy y Zabojnik (2007); Kaplan (2008); o Kaplan y Rauh (2009), preguntándose si la ley de oferta y demanda rige el mercado de empleo de consejeros y si la remuneración recibida es suficiente respecto a sus responsabilidades y habilidades.

En cuanto a las comparaciones entre los distintos países sobre el Gobierno Corporativo encontramos a La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (1999, 2008) centrado en las diferencias legales en cada país. O Gompers, Ishii, y Metrick (2003) con su índice G, con 24 reglas en el cual, cuanto menor es el índice, más firmes son los derechos de los accionistas.

En España, el Gobierno Corporativo ha suscitado notable interés. Así, podemos encontrar diversas publicaciones como las de Gómez y Fernández (2003) con su trabajo sobre la aplicación y seguimiento de las recomendaciones del Código de Olivencia; Salas (2003) sobre el Informe de Aldama; Rodríguez, Urrutia y Cuevas (2006) sobre el Código Conthe; Ferruz, Marco y Acero (2008) sobre la evolución temporal de los códigos de buen gobierno en España; o Acero y Alcalde (2010, 2012) con publicaciones sobre las características de los CA en el mercado español.

### 3. EVOLUCIÓN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

Como ya se ha comentado anteriormente, los modelos de gestión existentes varían según el país que se analice. A pesar de la existencia de diferentes modelos de gobierno, cada uno de los cuales va unido a la cultura empresarial de su país, cabe destacar que existe una preocupación importante en todos los países desarrollados por el buen funcionamiento de las grandes sociedades. En la última década del siglo XX, surgió un movimiento de reforma de los mecanismos que garantizan los intereses de los propietarios y del resto de grupos de interés, cuyo origen se situó en el mundo anglosajón. En el fondo de este movimiento se encontraba la preocupación de los distintos agentes sociales por asegurar la responsabilidad, la transparencia, la eficiencia y eficacia de las sociedades, fundamentalmente las que cotizan en bolsa. Ello provocó la aparición de los denominados Códigos de Buena Conducta, de Buen Gobierno o de Gobierno Corporativo.

*CUADRO 3.1. Códigos de Gobierno Corporativo presentados en España, Francia y Reino Unido*

CUADRO 1 CÓDIGOS PUBLICADOS POR PAÍS/ORGANISMO Y AÑO		
País	Año	Nombre del Informe
<i>España</i>	1996	Círculo de Empresarios
	1998	Código de Buen Gobierno: Informe Olivencia
	2003	Informe Aldama
	2004	Decálogo del Directivo
	2004	IC-A*: Principios de Gobierno Corporativo
	2006	Código Unificado sobre Buen Gobierno: Informe Conthe
	2006	Código Ético para las compañías * Instituto de Consejeros-Administradores
<i>Francia</i>	1995	Informe Viénot I
	1998	Recomendaciones sobre gobierno corporativo
	1999	Informe Viénot II
	2002	Promocionando un mejor gobierno corporativo en las sociedades cotizadas
	2003	El Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas
	2004	Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa
<i>Reino Unido</i>	1992	Informe Cadbury (Los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo)
	1995	Informe Greenbury (Grupo de Estudio sobre la Remuneración de los Directivos)
	1998	Código Hampel
	1999	Control Interno: Guía para Directores sobre el Código Combinado (Informe Turnbull)
	1999	The KPMG Review: Control Interno-Una Práctica Guía

*Fuente: Boletín económico de ICE N°2948, página 20*

Desde los años noventa, para unificar lo que las principales investigaciones realizadas consideraban como buen gobierno, han ido apareciendo estos códigos de buenas prácticas, los cuales no son estáticos, sino que se van actualizando incorporando nuevas prácticas o cambios. En Reino Unido fueron el Informe Cadbury (1992); Greenbury (1995); y Hampel (1998). En Francia, los informes Viénot (1995 y 1999). La Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE), publicó los 'Principios de

Gobierno Corporativo' (2004).

España no ha sido ajena a este movimiento, siendo tres los códigos de Buen Gobierno elaborados: el Informe de Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Informe Conthe (2006), analizándose las diferencias y similitudes entre ellos y con el resto de códigos internacionales. En 2013, fue presentado el Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de expertos en materia de Gobierno Corporativo, constituida y presidida por Elvira Rodríguez, Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV), con nuevas modificaciones. Como la figura del Consejero Independiente Coordinador, cuya labor consiste en contrarrestar el poder que ciertos presidentes de sociedades mantienen, pudiendo convocar sesiones del CA o incluir nuevos puntos del día a una sesión del consejo ya convocado, además de poder coordinar y reunir a consejeros no ejecutivos y dirigir la evaluación periódica del Presidente del CA. También se le otorga mayor protagonismo a la Responsabilidad Social Corporativa. Estas nuevas modificaciones entrarán en vigor para el ejercicio 2015.

El informe de Olivencia fue realizado por la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, presidida por la persona de la cual toma su nombre, Manuel Olivencia, constituida en 1998 con dos objetivos: realizar un informe sobre los problemas presentes en los Consejos de Administración; y elaborar un código ético de Buen Gobierno, de aplicación voluntaria, dado la creciente importancia del asunto en cuestión.

Cinco años más tarde, en 2003, la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas, presidida por Enrique de Aldama y Miñón, publica un informe, que sería bautizado con el apellido de su presidente, cuyo objetivo principal era la mejora de la transparencia y seguridad en los mercados financieros, tratando de mejorar las carencias observadas tras la aplicación del informe de Olivencia. Este informe recomendaba la elaboración de un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) como instrumento de transparencia homogéneo que posibilitara la comparación entre distintas empresas cotizadas en el mercado bursátil español.

El informe más reciente se publicó en 2006: el Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), llevado a cabo por el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas presidido por Manuel Conthe, del cual nuevamente toma su nombre. El resultado buscado era unificar y actualizar las recomendaciones de Gobierno Corporativo, las cuales se encontraban dispersas entre los informes Olivencia y Aldama. Además se incluyeron las recomendaciones sobre la remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas y el papel de los consejeros no ejecutivos propuestas por la Comisión Europea y los principios de buen gobierno de la OCDE.

En el mismo año se modificó la Directiva 78/660/CEE del Consejo de Ministros de 25 de Julio de 1978, relativa a las Cuentas Anuales de determinadas formas de sociedad, introduciendo el artículo 46bis<sup>1</sup> que obligaba a todo emisor de valores que hubiesen sido admitidos a negociación en un mercado regulado, incluir un IAGC en su Informe de Gestión; introduciendo el principio de 'cumplir o explicar' en las emisiones de valores.

En 2009, la CE propuso nuevas recomendaciones sobre las remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas e instituciones financieras, con lo que respondía a la creciente preocupación sobre las remuneraciones provocada por la crisis financiera. Un año más tarde, el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, modificó la Ley de Auditoría de Cuentas en sus apartados sobre el Comité de Auditoría, con la creación del Foro Electrónico de Accionistas y con la posibilidad de constituir asociaciones de accionistas.

La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible introdujo nuevos cambios en la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 61bis sobre el IAGC y 61ter relativo al Informe Anual de Retribuciones, introduciendo la obligación de informar sobre las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de su información financiera; y la obligación de someter a votación, con carácter consultivo y en un punto separado del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros. Ese mismo año se publicó la Ley 25/2011, de 1 de agosto, que reformaba parcialmente la Ley de Sociedades de Capital,

---

<sup>1</sup> Actualmente, el contenido de la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, se recoge en la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio 2013, que reproduce en su artículo 20 el contenido del derogado artículo 46 bis.

incorporando la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y Del Consejo Europeo, de 11 de julio, sobre los derechos de los accionistas en sociedades cotizadas.

La última modificación presentada hasta la fecha fue la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, la cual determina el contenido y la estructura del IAGC, del Informe Anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, cajas de ahorros y entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores; además de definir las distintas tipologías de consejeros. También en 2013, la CNMV creó un grupo especial de trabajo para preparar una modificación del CUBG que agrupe las novedades reguladas desde su publicación en 2006 y otros cambios que consideren oportunos. A fechas de realización de este TFG, no se conoce la fecha de publicación del nuevo Código.

Como puede observarse, el Buen Gobierno no es un concepto estático. Se encuentra en constante evolución, siempre en camino de aumentar la transparencia de las entidades implicadas.

## **4. EL MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS SOCIEDADES DEL IBEX 35 EN EL PERÍODO 2004 – 2012 Y CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO**

Como se ha explicado en los puntos anteriores, en España se han redactado tres Códigos de Buen Gobierno: el Informe de Olivencia, el Informe de Aldama y Informe Conthe (CUBG). En este TFG se van a emplear datos desde 2004 (implantación del IAGC y el Código Aldama) hasta 2012 (Código Conthe o CUBG), por lo tanto, no entraremos en detalles empíricos sobre el Código de Olivencia, aunque si hablaremos del mismo teóricamente cuando así lo requiera la situación.

Tanto el Código Aldama como el CUBG se dividen en siete apartados más anexos. El apartado '*B. Estructura de la administración de la sociedad*' se analizará en último lugar más extensamente, puesto que la investigación empírica se realiza fundamentalmente sobre este apartado.

### **A. Estructura de la propiedad**

Se completa con datos sobre el capital social de la sociedad; el tipo de participaciones; los miembros del Consejo de Administración con acciones con derecho a voto; o relaciones familiares, sociales, comerciales o parasociales que afecten a la sociedad. Así como información sobre autocartera y restricciones de derecho a voto o adquisiciones o transmisiones de acciones propias u ofertas públicas de adquisición (a partir del CUBG).

### **C. Operaciones vinculadas**

Informar sobre transferencias de recursos u obligaciones entre la sociedad o entidades del grupo y los grupos de interés que rodean a la sociedad, si existen conflictos de intereses y los mecanismos para detectarlos y resolverlos. A partir del CUBG se incluye la anotación de si más de una sociedad del grupo cotiza en España.

### **D. Sistemas de control de riesgos**

Descripción de la política de riesgos de la sociedad o grupo, detallando y evaluando los riesgos cubiertos y existentes, justificando la adecuación de los sistemas a cada tipo de riesgo y, si se han materializado dichos riesgos, como se ha actuado y

resultado. Indicar además si existe alguna comisión u órgano de gobierno que establezca y supervise los dispositivos de control y explicar sus funciones.

#### **E. Junta General**

Explica las diferencias que mantiene la sociedad o grupo respecto a la Ley de Sociedades Anónimas en cuanto al quórum y la participación de los accionistas en las juntas generales, además de las medidas tomadas para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la Junta General. También muestra los datos de asistencia a las juntas generales y los acuerdos adoptados en el ejercicio en cuestión. Por último, se informa de la dirección web y el modo de acceso al contenido de Gobierno Corporativo en la web corporativa.

#### **F. Grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo**

Recomendaciones recogidas en el Informe de Olivencia y el Informe Aldama, que posteriormente fueron unificadas en el Código Unificado de Buen Gobierno. En los ejercicios en los que trata este TFG, 35 eran las recomendaciones para el ejercicio 2004 y 58 para el ejercicio 2012, viéndose de nuevo la tendencia a conseguir mayor transparencia a través de tener que informar y justificar más información.

#### **G. Otras informaciones de interés**

Cualquier información, aclaración o matiz relacionados con los apartados anteriores, que sean relevantes y no reiterativos, además de indicar si la sociedad está sometida a una legislación diferente a la española en materia de Gobierno Corporativo y, en el caso, incluir la información obligatoria a suministrar y diferente a la exigida en el informe español. Además, se incluyen los artículos relacionados con el Buen Gobierno de los Estatutos Sociales y del Reglamento del Consejo de Administración.

Tras la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, artículos 61bis y 61ter, establecen la obligación de incluir información adicional sobre los principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

Por último, aunque en realidad se trate del segundo apartado de ambos códigos, pero el más importante para esta investigación:

## **B. Estructura de la administración de la sociedad**

Se divide en dos subapartados: B1. Consejo de Administración; y B2. Comisiones del Consejo de Administración.

### *B1. Consejo de Administración*

Sección en la cual se informa sobre los consejeros que forman parte de una sociedad, obteniendo la información de los estatutos de cada compañía y de sus reglamento del Consejo de Administración. Detalles importantes como el número máximo y mínimo de consejeros previstos en los estatutos e información de los consejeros actuales y de qué tipología son (ejecutivos, externos dominicales, externos independientes u otros consejeros externos) y sus funciones, como en el caso de los consejeros delegados. También se debe informar de la relación que mantienen los consejeros de la Sociedad con los CA de otras entidades cotizadas en mercados de valores de España distintas del Grupo.

### *B2. Comisiones del Consejo de Administración.*

Apartado que informa sobre las distintas comisiones que nacen del Consejo de Administración. Tales como la Comisión ejecutiva, el Comité de auditoría, Comisión de nombramiento y retribuciones.

Puesto que el CA va a ser el tema central de este TFG, se ha creído conveniente explicar su funcionamiento y peculiaridades empleando como apoyo los resultados obtenidos en la investigación empírica. Así pues, la explicación teórica detallada de los consejos se presenta en el próximo apartado con los datos e información investigados y con ejemplos reales que faciliten su entendimiento.

## 5. OBJETIVO, MUESTRA, ALCANCE Y FUENTES DE INFORMACIÓN

### 5.1 OBJETIVOS

Los objetivos planteados para este trabajo buscan encontrar respuesta a la temática expuesta anteriormente, y son los siguientes:

- Identificar la evolución de los CA de las sociedades del IBEX-35 entre los ejercicios 2004 y 2012, profundizando en los datos que puedan contener conclusiones de interés.
- Descubrir la evolución en el grado de cumplimiento en las empresas del IBEX-35 entre los ejercicios 2004 (Código Aldama) y 2012 (Código Conthe), especialmente enfocado a los CA, profundizando en los datos que puedan contener conclusiones de interés.

### 5.2 MUESTRA

Las sociedades estudiadas pertenecen a la bolsa española, concretamente al índice bursátil IBEX-35, aunque no todas ellas se encuentran en manos de capital español. Sin embargo, son estas sociedades las cuales mueven el grueso de capitales en el índice de referencia y, por tanto, al pertenecer al mismo, tienen la obligación de realizar el Informe Anual de Gobierno Corporativo español. Puesto que esta investigación pretende realizar una comparación evolutiva, en determinadas partes del TFG se excluirán las compañías no coincidentes en el periodo 2004 - 2012, es decir, las compañías pertenecientes al índice en el ejercicio 2004 que ya no formen parte del mismo en el ejercicio 2012 o se hallan fusionado con otras compañías del índice. La sociedad Arcelor Mittal, S.A., la cual formó parte del IBEX 35 en 2012 y también fue parte del mismo en 2004 como Arcelor, S.A. (previo a la fusión con Mittal, S.A.) será excluida en determinadas ocasiones de los datos analizados. La razón se debe a que su domicilio fiscal se encuentra en Luxemburgo y, por tanto, no tiene obligatoriedad de presentar el IAGC español. Las sociedades pertenecientes al índice en los ejercicios 2004 y 2012 se pueden consultar en los anexos 1 y 2 respectivamente.

*TABLA 5.2.1. Sociedades y grupos empresariales del índice IBEX-35 coincidentes entre el 03/01/2005 y el 03/01/2013*

03/01/2005		02/01/2013	
Símbolo	Nombre en el Ibex-35	Símbolo	Nombre en el Ibex-35
ABE	ABERTIS "A"	ABE	ABERTIS INFR
ANA	ACCIONA	ANA	ACCIONA
ACX	ACERINOX	ACX	ACERINOX
ACS	ACS CONST.	ACS	ACS CONST.
AMS	AMADEUS	AMS	AMADEUS IT
LOR	ARCELOR	MTS	ARCEL.MITTAL
SAB	B. SABADELL	SAB	B. SABADELL
POP	B. POPULAR	POP	B. POPULAR
BKT	BANKINTER	BKT	BANKINTER
BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
SAN	BSCH	SAN	SANTANDER
MAP	COR.MAPFRE	MAP	MAPFRE
ENG	ENAGAS	ENG	ENAGAS
ELE	ENDESA	ELE	ENDESA
FCC	FCC	FCC	FCC
FER	G.FERROVIAL	FER	FERROVIAL
GAS	GAS NATURAL*	GAS	GAS NATURAL
UNF	UNION FENOSA*		
IBE	IBERDROLA	IBE	IBERDROLA
IBLA	IBERIA	IAG	INT.AIRL.GRP
ITX	INDITEX	ITX	INDITEX
IDR	INDRA "A"	IDR	INDRA "A"
REP	REPSOL YPF	REP	REPSOL
SYV	SACYR VALLEH	SYV	SACYR VALLEH
TL5	TELECINCO	TL5	MEDIASET ESP
TEF	TELEFONICA*	TEF	TELEFONICA
TEM	TELF.MOVILES*		
TPI	TPI*		

\*Empresas fusionadas

Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNM V.

### 5.3 ALCANCE

El marco temporal de la investigación son ocho años. Los datos empleados se han observado desde el 03 de enero de 2005 (ejercicio 2004) y el 02 de enero de 2013 (ejercicio 2012). La elección de comenzar la investigación en el ejercicio 2004 resulta de la entrada en vigor de la Orden del Ministerio de Economía 3722/2003, por la cual las sociedades cotizadas tendrían la obligatoriedad de hacer público, con carácter anual, un Informe de Gobierno Corporativo. Resulta de aplicación a partir de esta fecha el principio conocido internacionalmente como 'comply or explain', es decir, las empresas están obligadas a elaborar un informe sobre el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno, si bien el cumplimiento de dichas recomendaciones es voluntario. En el informe deben señalar si cumplen o, en caso contrario, la razón por la que no cumplen una determinada recomendación. Por tanto, el primer ejercicio con obligatoriedad fue el 2004. El año límite seleccionado es el 2012 puesto que es el último ejercicio con todos los Informes Anuales de Gobierno Corporativo presentados en la CNMV, pretendiendo realizar un análisis lo más actualizado posible a la vez que completo. Por tanto, entre ambas fechas se abarca los informes de buen gobierno presentados bajo la aplicación del Informe Aldama (2003) y del Código Conthe o Código Unificado de Buen Gobierno (2006), ambos de aplicación voluntaria.

### 5.4 FUENTES DE INFORMACIÓN

Para llevar a cabo este TFG se han utilizado fuentes de distinto ámbito. Se han empleado bases de datos e informes de la CNMV sobre las compañías del IBEX 35, como son los Informes de Gobierno Corporativo, el Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros, el Reglamento del Consejo de Administración, el Reglamento de la Junta de Accionistas o informes específicos sobre el índice español. Gracias al esfuerzo de aumentar la transparencia que muestran las sociedades, las mismas publican información relevante en sus páginas web corporativas, en ocasiones, con explicaciones y formatos más detallados y comprensibles que los informes entregados a la CNMV, puesto que esta información está dirigida a los accionistas e inversores. También se han empleado informes de consultoras privadas, como los Informes de Consejos de Administración de PWC, o los índices Spencer Stuart de Consejos de Administración. Para información más detallada, se han realizado peticiones de datos específicas a la CNMV e informes de autores referenciados al final de este trabajo.

La necesidad de cruce temporal de datos ha hecho necesario elaborar unas bases de datos más complejas a partir de las obtenidas por la CNMV e informes externos, además de gráficos de elaboración propia, puesto que los análisis sobre Gobierno Corporativo y, concretamente, sobre Consejos de Administración suelen emplear datos de máximo cuatro años vista. En cambio, en esta investigación se retrocede ocho años.

Las premisas anteriores deberían facilitar la lectura de los siguientes epígrafes de la investigación expuesta en este TFG. El próximo epígrafe, teórico, aborda el marco conceptual de los Consejos de Administración y el Buen Gobierno en España. El epígrafe posterior es un análisis de la investigación empírica y sus resultados. El último epígrafe, partiendo de los resultados obtenidos, muestra las conclusiones obtenidas de los mismos.

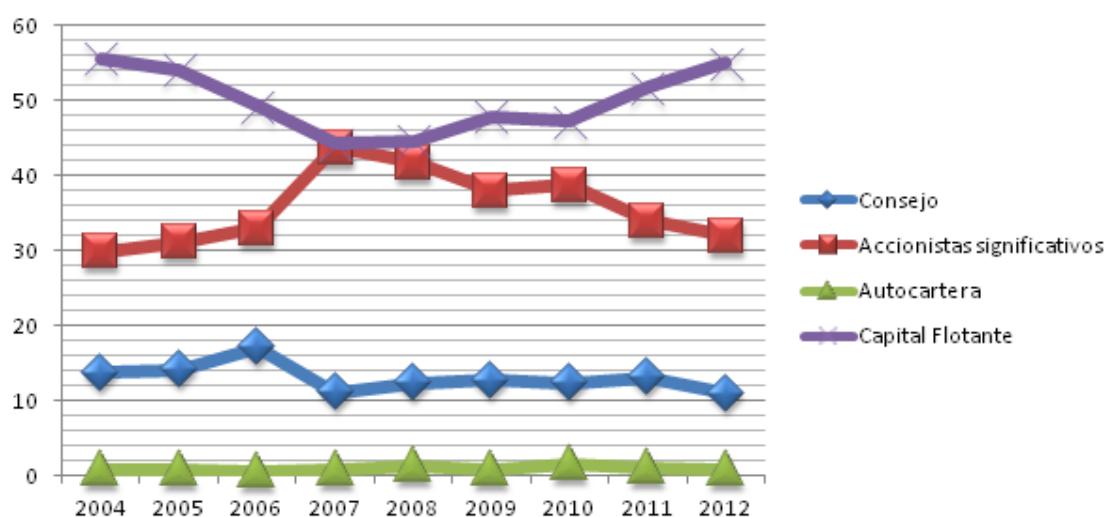
## 6. RESULTADOS

### 6.1 CAPITAL SOCIAL Y PARTICIPACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Al cierre del ejercicio 2012 el capital social del IBEX 35 ascendía a 32.712,9 millones de euros, un 1,8 % inferior al ejercicio 2011 (33.323 millones de euros), muy próximo a los 32.664 millones de euros del año 2004, con solo un aumento de 1 % en el periodo estudiado. Estos datos no deben confundirse con un posible estancamiento del índice, puesto que sus componentes varían año tras años, por tanto, el capital social agregado puede mostrar altibajos, como la disminución de un 30,6 % entre los ejercicios 2005 y 2006 por la salida de Terra Networks al integrarse en el Grupo Telefónica.

Del total del capital social de las sociedades integrantes del índice, en 2012, el 11% se encuentra en manos de los miembros del Consejo de Administración, 2.1 % por debajo que en 2011 (13.1 %) y 2.7 puntos porcentuales más bajo que en 2004. Una menor proporción de capital en manos del CA puede reducir la intención del mismo de aumentar los dividendos con sus políticas, acciones que pueden no ser beneficiosas a largo plazo para la empresa. No obstante, este menor porcentaje de participación de los consejeros en el capital también puede llevar a una menor alineación de los intereses del CA con los propietarios.

*Gráfico 6.1.1. Distribución capital social en el IBEX 35 (%)*

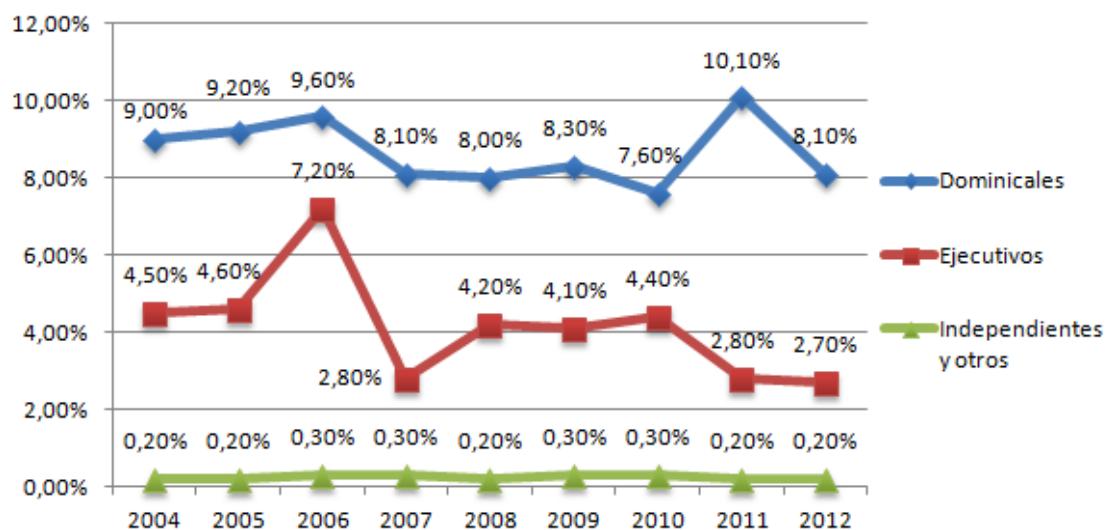


Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

No todos los consejeros tienen la misma condición. Del porcentaje de capital social en manos del CA podemos diferenciar los tres tipos de consejeros principales que existen en una sociedad. Como muestra el gráfico 6.1.2, los consejeros dominicales son quienes poseen mayor parte del Capital entre los consejeros, lógico puesto que este tipo de consejero accede al CA por poseer una cantidad de acciones significativa que pueda tener influencia en la sociedad, ya sea a título personal o la persona física o jurídica a la que representa.

Los consejeros ejecutivos mantienen una participación baja, puesto que desempeñan tareas de alta dirección y una mayor participación podría provocar conflictos, tales como el nombrado anteriormente de que los consejeros ejecutivos con participación accionarial traten de conseguir mayores dividendos, como tratar que la capitalización bursátil de la sociedad ascienda para que su patrimonio en acciones aumente de valor. Por último, los consejeros independientes son nombrados por su cualidades profesionales, razón por la cual no poseen paquetes accionariales elevados. Los consejeros independientes pueden ser nombrados por ser expertos en su campo de trabajo como puede ser un ingeniero en una sociedad energética, como por su influencia y contactos en la sociedad. No se han tenido en cuenta las fluctuaciones en el aumento y descenso de la proporción de capital en manos de cada tipo de consejero puesto que depende del porcentaje en manos del CA, puesto que la distribución entre los consejeros del mismo apenas varía. Como ejemplo de una posible variación, Acciona. poseía consejeros dominicales en Endesa S.A. hasta 2009, año en el que vendió su participación a Enel, perdiendo, por tanto, el derecho a participar en el CA de la sociedad. Por tanto, los consejeros dominicales de Acciona en el CA fueron cesados.

GRÁFICO 6.1. 2. DISTRIBUCIÓN CAPITAL SOCIAL EN MANOS DEL CA (%)



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

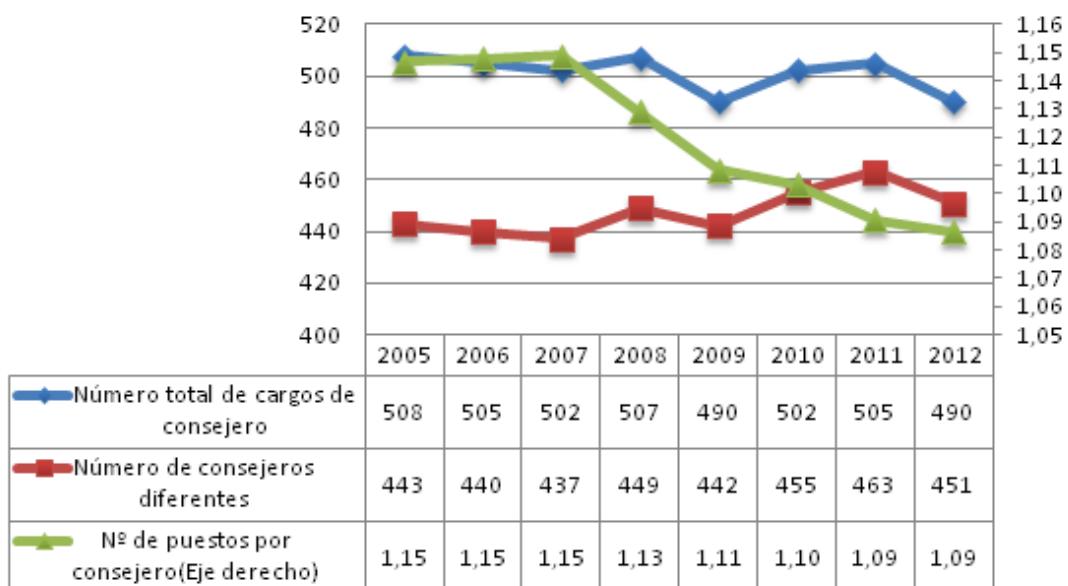
## 6.2. ESTRUCTURA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

Excepto que los estatutos de la sociedad de la cual se es consejero lo impida, cualquier persona física o jurídica puede formar parte de los CA de otras compañías. Al analizar los distintos CA del IBEX 35, encontramos que hay miembros que repiten. Aunque éste no es uno de los mayores problemas que se puede encontrar en los CA, que un miembro del CA pertenezca igualmente a otro consejo puede provocar conflictos de intereses. Por ello, sectores como el de los medios de telecomunicaciones pueden incluir cláusulas de no pertenencia a otro CA de sociedades del mismo sector. Observando el *gráfico 6.2.3*, es perceptible el aumento del número de consejeros diferentes en los CA, evitando estos posibles conflictos. La reducción del número de consejeros en las sociedades del IBEX 35 (*Gráfico 6.2.4*) también ha influido en el aumento de consejeros diferentes. Menos puestos de consejero provoca menores opciones a pertenecer a varios consejos. Esta temática está representada en la recomendación 26.B sobre la dedicación de los consejeros a distintos CA. El 55 % de las sociedades del IBEX 35 ha limitado el número de CA al que pueden pertenecer sus consejeros. La Ley del Sistema Bancario fija en 4 el máximo de consejos a los que pueden pertenecer sus consejeros, y a este límite se acogen otras sociedades del índice. Sin embargo, la tendencia, como por ejemplo, en los países anglosajones, es a reducir más este máximo con intención de fomentar la máxima dedicación e involucración posible. En el índice

español en el ejercicio 2012, 42 consejeros repiten en distintos CA: 38 consejeros pertenecen a 2 CA, 2 consejeros pertenecen a 3 CA y otros 2 consejeros pertenecen a 4 CA.

Dos ejemplos claros de este 'pluriempleo' en los CA son Isidre Fainé y Santiago Bergareche. El primero, Presidente del CaixaBank, perteneció a cuatro CA en el ejercicio 2009: Telefónica, Repsol YPF, Abertis y Criteria (actual CaixaBank y grupo el cual mantenía inversiones en las sociedades nombradas). El segundo, copresidente de CEPSA hasta junio de 2014, durante el ejercicio 2010 compaginó 5 membrecías en CEPSA, Dinamia (sociedad gestora), Vocento y Ferrovial

*GRÁFICO 6.2.1. Consejeros totales sobre los puestos totales*

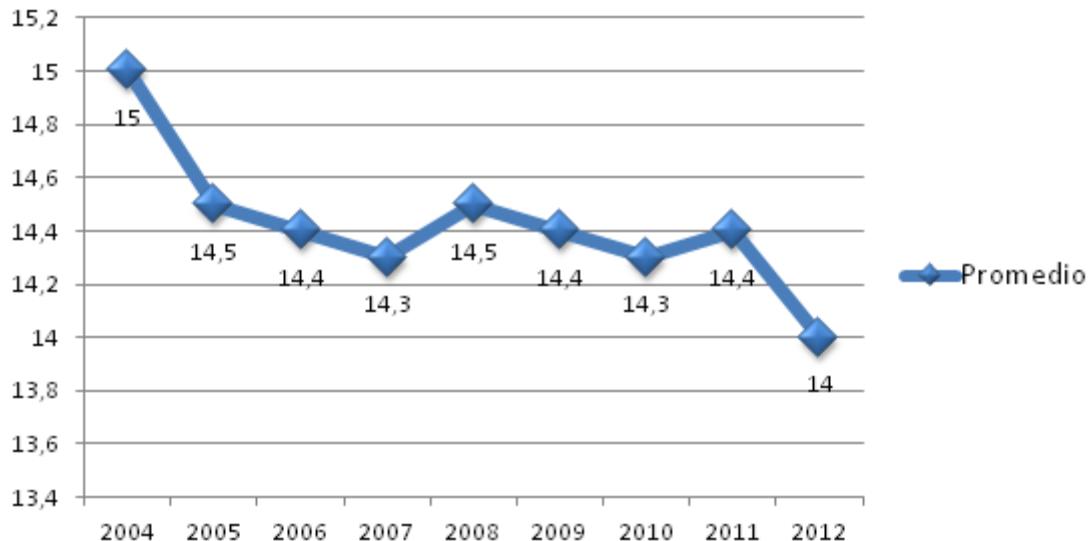


Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Como se ha comentado en el párrafo anterior, atendiendo a las recomendaciones tanto del Código de Olivencia, el Código de Aldama y el Código Unificado de Buen Gobierno, que fijan en 15 el límite máximo recomendable de consejeros, se observa una tendencia descendiente en el número de consejeros en las sociedades del IBEX 35. La mayor reducción se produjo en 2005 segundo año que la publicación del IAGC fue obligatorio, de 15 a 14,5 consejeros de media, manteniendo una tendencia bajista, más notable entre 2011 y 2012, con una reducción desde 14,4 a 14 consejeros en promedio. En 2012, solo 9 sociedades (25,7 %) superaron el límite recomendado frente a las 12 (34,3 %) que lo superaron en 2008. A efectos comparativos, según el Informe de

Spencer Stuart sobre CA del año 2013, las sociedades cotizadas españolas (no solo IBEX 35) en el ejercicio 2012 tenían un tamaño medio de 11,5, frente a los 10 de Reino Unido; 10,7 de Estados Unidos; 14 de Francia; y 12,4 de Italia. El no cumplimiento de esta recomendación suele justificarse argumentando la complejidad y diversidad del grupo y su estructura accionarial para que el mayor porcentaje de capital quede representado en el consejo. Las compañías que emplean estas justificaciones suelen ser reincidentes. Tomando el espacio temporal de 2007 a 2012, han superado los 15 consejeros en su CA las siguientes sociedades: Abertis, ACS, Banco Popular, Banco Santander, FCC, Gas Natural/Gas Natural SDG, MAPFRE y Telefónica; y Criteria/CaixaBank excepto 2007. En cambio, la notable reducción de miembros de consejos entre 2011 y 2012 se debe, principalmente, a la reestructuración bancaria, la cual provocó la disminución de consejeros en los CA de las entidades bancarias cotizadas, los cuales solían ser amplios y con miembros cuya idoneidad se ha puesto en tela de juicio en los últimos años (políticos y miembros de sindicatos entre otros).

*GRÁFICO 6.2.2. Media de consejeros en los CA de las sociedades del IBEX 35*



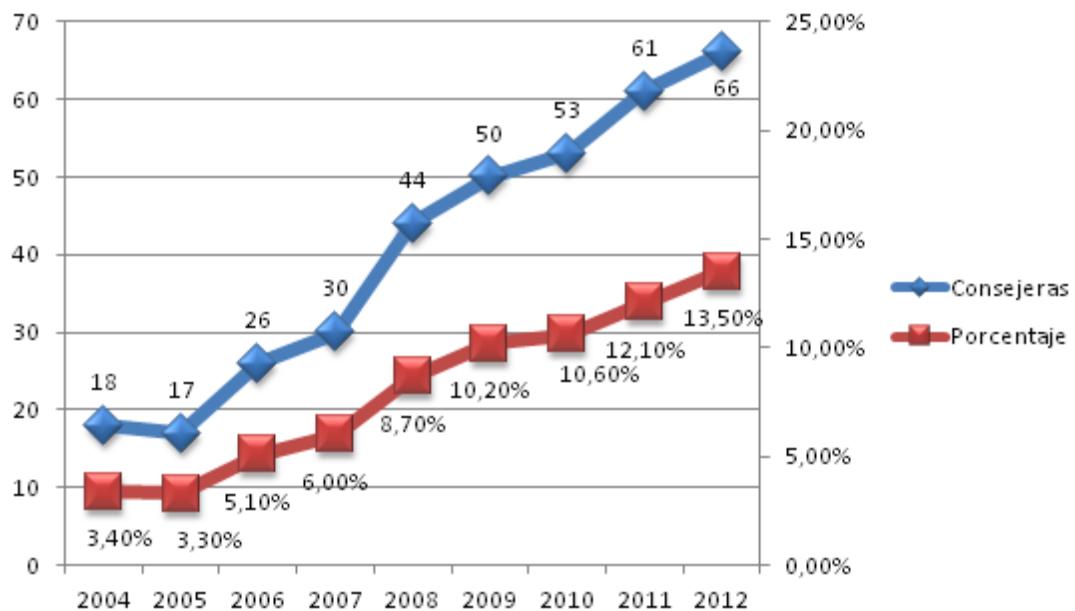
Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Un dato que suscita bastante interés en la sociedad es la cantidad de consejeras que forman parte de los CA. Entre 2004 y 2012, la tendencia es claramente al alza. Sin embargo, el aumento no es realmente significativo, pues en 8 años, se ha pasado de 3,4 % en 2004 a 13,5 % en 2012, una cifra bastante baja pero cercana a la media europea de las empresas cotizadas, un 13,7 %. Con 5, FCC y Caixabank son las sociedades del

índice con mayor número de consejeras. En cambio, Endesa, Gas Natural SDG, Sacyr Vallehermoso y Técnicas Reunidas no tienen ninguna mujer en sus consejos. Se debe destacar los casos de Ana María Llopis Rivas, Presidenta de DIA, y Esther Alcocer Koplowitz, Presidenta no ejecutiva de FCC, las únicas mujeres que han conseguido llegar a los puestos más altos. A efectos comparativos, el Informe Stuart Spencer sobre CA de 2013 (ejercicio 2012) concreta que el 11 % de los consejeros en las sociedades cotizadas de España son mujeres, el 29 % en Francia y en los Países Nórdicos, el 18 % en Reino Unido y Estados Unidos, y el 11 % en Italia.

No vamos a entrar en debate sobre si la cuantía de mujeres en los CA debería aumentarse ya sea por presión social o mediante regulación. La CNMV recomienda cubrir las posibles bajas de consejeros, si es posible, con mujeres; y la Comisión Europea (CE) proponer llegar a que un 40 % de los puestos no ejecutivos de los CA sean ocupados por mujeres en 2020. Las compañías más cercanas a cumplir el objetivo de la CE son REE con un 36,67 % y ACCIONA con un 30,77 %. A estas alturas, no debería existir discriminación en los CA por el género, tanto negativa como positiva, sino que se debería elegir a los consejeros por su valía.

*GRÁFICO 6.2.3. Consejeras en los CA de las sociedades del IBEX 35*



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Las diferencias entre los miembros del Consejo no son solo de género. Existen cuatro grupos principales de consejeros en cada CA, cada uno con sus funciones:

Los consejeros ejecutivos son aquellos que desempeñan funciones de alta dirección. Los consejeros dominicales son aquellos que pertenecen al CA por ser titulares de paquetes accionariales legalmente significativos o por representar a otros accionistas significativos con capacidad de influir sobre la sociedad. Los consejeros independientes (introducidos por el Código de Olivencia en 1998) son nombrados por su alta cualificación profesional y representan los intereses del capital flotante (pequeños accionistas). Puesto que las sociedades del IBEX 35 son, comparativamente a otras sociedades cotizadas, las que tienen más capital flotante, el papel de los consejeros independientes parece crucial. Los consejeros dominicales e independientes son consejeros externos, es decir, aquellos que no intervienen en la actividad diaria de la sociedad.

En el horizonte temporal analizado, no se observan diferencias importantes en la proporción entre distintos colectivos. Sí podemos ver una tendencia a la baja en los consejeros ejecutivos y dominicales desde 2007 y 2008 respectivamente a favor de los independientes. El Código Conthe, aprobado en 2006, recomienda que los consejeros independientes deberían ser, al menos, un tercio del total del CA (Recomendación 13). Notar que el CUBG solo hace una recomendación, cuando en otros países es de aplicación obligatoria. Por tanto, esta recomendación puede ser la razón por la cual se observa un cambio de tendencia hacia una proporción mayor de independientes en el consejo. En 2012, 11 sociedades no cumplían esta proporción, frente a las 13 en 2004. En el lado contrario, 12 sociedades superaban el tercio de consejeros independientes en 2012, respecto a 8 en 2004. Sin embargo, hay que observar el espacio temporal entre 2005 y 2012, puesto que en 2006 las empresas que superaban esta proporción comenzó a descender hasta 4 en 2007 perdiendo peso frente a los consejeros dominicales puesto que la representación externa se mantuvo (88 %). La razón se debe a la entrada de nuevas sociedades en el índice y por el cambio de tipología de 10 consejeros independientes de 2006 por no ajustarse a los requisitos para tal mención. Tras esta reducción, el número de independientes volvió a la senda alcista.

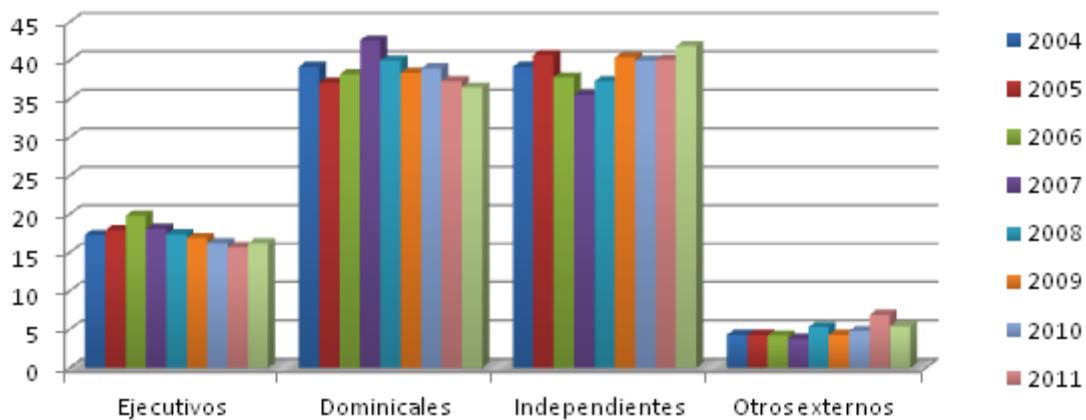
Desde el Informe de Olivencia se recomienda que los consejeros ejecutivos deben ser los mínimos posibles, entendiendo ese mínimo según la complejidad de la compañía

y como se puede entender del gráfico 6.2.4, la reducción de ejecutivos es una realidad a favor de los consejeros independientes, manteniéndose próximo al 15 %. A efectos comparativos, El informe de Spencer Stuart sobre CA de 2013 (ejercicio 2012) cita que la proporción de consejeros ejecutivos en las sociedades cotizadas españolas es de 17 %, del 29 % en Reino Unido, 16 % en Estados Unidos, 16 % en Francia, y 20 % en Italia. El restante de cada proporción son los considerados consejeros externos (dominicales e independientes).

Otros consejeros son aquellos que no pueden ser considerados como ejecutivos, dominicales o independientes. Por ejemplo, Valentín Montoya Moya, de ACCIONA, tras cesar de su función ejecutiva en 2009, no puede ser calificado como consejero independiente (es necesario el transcurso de cinco años del cese según el CUBG), ni dominical puesto que no fue nombrado por su condición de accionista (un consejero debe poseer más de un 3 % para ser considerado dominical).

Así pues, este tipo de consejeros se mantiene estable con pequeños altibajos dependiendo de la situación en la que se encuentren los consejeros de las distintas sociedades analizadas.

*GRÁFICO 6.2.4. Distribución de los consejeros según tipología en los CA de las sociedades del IBEX 35*



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Entre los distintos tipos de consejeros, llaman especialmente la atención los independientes. Son nombrados por la Junta General, pero ello no prueba su independencia. Pueden estar condicionados por la remuneración asignada o por su

relación con el Presidente o cualquier miembro de la sociedad, o por mantener paquetes accionariales de la sociedad u otras sociedades, que pueda influir en su comportamiento. Por ello se creó la Comisión de Nombramientos, con la cual se trata de evitar que los consejeros independientes sean propuestos por consejeros ejecutivos por propio interés. En esta comisión se debe probar la independencia del candidato y ser la cual proponga a los candidatos puesto que el CUBG considera que un consejero independiente no puede considerarse como tal si no ha sido propuesto por la propia Comisión. En 2012, esta comisión estaba formada de media por cuatro miembros, siendo el 97 % de ellos consejeros externos y el 65 % independientes, siendo su presidente un independiente en el 88 % de los casos.

Aunque el Informe Conthe recomienda que el mandato de los independientes no sea superior a 12 años (recomendación 29), según el Informe Spencer Stuart sobre Consejos de Administración 2013, un 13% de los consejeros independientes del ejercicio 2012 permanece en su puesto durante más del periodo recomendado. En el horizonte temporal analizado 2004 - 2012, con una duración de 8 años, los consejeros independientes que mantienen sus funciones entre 2004 y 2012 son 45, un 25,71 % de los consejeros independientes en 2012 (véase Anexo 3). En este periodo, Abertis, con 3 consejeros coincidentes de 4, es la compañía con menor rotación entre sus independientes, seguida de ACS con 3 coincidentes respecto los 5 consejeros independientes de 2012. Ambas compañías son reincidentes en el incumplimiento de recomendaciones sobre el CA, siguiendo sin cumplir la recomendación 13 (número suficiente de consejeros independientes), la recomendación 9 (tamaño del consejo no superior a 15 consejeros).

Para terminar este apartado, desde la aprobación del Código Olivencia, una recomendación también importante es la número 12, la proporción entre consejeros independientes y dominicales. Esta relación debe establecerse entre proporción de paquetes significativos de acciones y el capital flotante. En 2004, 13 compañías doblan o más la relación entre los paquetes significativos y el capital flotante, dato que mejoró en 2005 hasta 9 sociedades no cumplidoras, aumentando ligeramente en 2006 y 2007 a 11, y cambiando hacia tendencia descendiente en los ejercicios siguientes hasta las 5 sociedades incumplidoras en 2011 y 2012.

### 6.3. DEL PRESIDENTE, EL VICEPRESIDENTE Y EL SECRETARIO

El Presidente del CA es el responsable de convocar y elaborar el orden del día, así como presidir y coordinar reuniones, a la vez, de velar por el correcto funcionamiento del Consejo y de organizar las evaluaciones anuales.

El Primer ejecutivo, Director general o CEO (Chief Executive Officer) es la máxima autoridad en la gestión y administración de la sociedad, al cual el CA le delega poderes de administración de la Sociedad. Puede nombrarse a más de un consejero delegado o directores a los cuales se les delegue funciones, tales como el Director de operaciones o el Director financiero.

Ambas definiciones no son exclusivas. Existe la figura del Presidente ejecutivo que asume ambos cargos. En 2012, 24 sociedades (68,57 %) era presididas por un Presidente ejecutivo, una menos que en 2011 (71,14 %) y 2 más que en 2004 (62,86 %), siendo en máximo en 2009 con 28 (80 %). Según el Informe StuartSpencer, en el ejercicio 2012, el 67 % de las sociedades españolas su presidente era ejecutivo, frente al 65 % en Francia, 55 % en Estados Unidos, 18 % en Italia y ninguno en Reino Unido.

Esta distinción conlleva un problema: la concentración de poderes en una sola persona. Por ello, la mayoría de compañías facultan a un consejero independiente para limitar esta concentración: 20 de las 24 sociedades con Presidente ejecutivo en 2012 frente a las 12 de 26 en 2007.

Para limitar en mayor medida los poderes del Presidente ejecutivo, las sociedades adoptan una serie de medidas tales como una comisión delegada con funciones ejecutivas o delegación de funciones en comisiones con participación elevada de consejeros independientes, además de la necesidad de informes de las comisiones para la toma de decisiones. También se puede delimitar las funciones del Presidente en el Reglamento del Consejo, o pedir la ratificación de acuerdos y decisiones importantes en la Junta de Accionistas. Como ejemplo de esta última limitación, el CA de Endesa, a septiembre de 2012, aprobó la venta de su negocio en Latinoamérica a su matriz Enel, decisión que debe ser ratificada por la Junta de Accionistas. Sin embargo, 'hecha la ley, hecha la trampa'. Enel posee el 92 % de las acciones de Endesa. Por tanto, la Junta de Accionistas, aprobará a finales de octubre la venta de sus activos a la empresa matriz, es decir, el accionista mayoritario en Enel, auto-aprobará una venta a 'sí mismo', con el

beneplácito de la CNMV.

El CA podrá elegir a uno o más Vicepresidentes, sean o no consejeros ejecutivos dependiendo del Reglamento del CA de cada compañía. Sus funciones serán sustituir al Presidente ya sea por delegación de tareas, ausencia o enfermedad. Desde el año 2004 hasta ahora las sociedades con al menos un vicepresidente han pasado de 20 a 30. La misma tendencia sigue el número total de vicepresidentes, pasando de 39 (1,95 vicepresidentes por sociedad) a 57 (1,9 vicepresidentes por sociedad). Como puede verse, la media de vicepresidentes en cada consejo está próxima a 2.

Según el buen gobierno, el Secretario del CA debe ser una figura relevante, independiente y estable. Por ello la mayor parte de las compañías nombran a secretarios no consejeros y, en 2012, solo 6 sociedades le dieron el rol de administrador, frente a las 9 entre 2004 y 2008 (excepto en 2006 con 8).

#### **6.4. REMUNERACIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y ALTA DIRECCIÓN**

La Ley 26/2003 de 17 de julio estableció la obligación de hacer público en el IAGC información sobre las remuneraciones de los miembros de los CA de las sociedades cotizadas, de forma agregada por conceptos y tipo de consejero. Además también se estableció la obligación de informar sobre el importe total de las remuneraciones de la Alta Dirección.

Con la aprobación del CUBG (2006), se incorporaron recomendaciones de la CE relativas a las retribuciones del CA no recogidas previamente (913/2004/CE y 162/2005/CE). Entre estas medidas voluntarias, las más importantes fueron la individualización de las remuneraciones de los miembros del CA, la elaboración y puesta a disposición de los accionistas de un informe sobre política de retribuciones y su votación en Junta.

La Ley de Economía Sostenible (2011) introdujo el artículo 61 ter, que clama la obligación de someter a votación en Junta, con carácter consultivo y en un punto separado del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros, con información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad, así como la previsión para años futuros y un resumen global de cómo se aplicó dicha política durante el ejercicio en cuestión. En ausencia de un modelo

normalizado, tanto en 2011 como en 2012, las sociedades no han seguido un patrón en su elaboración. En marzo de 2013, se publicó la orden ECC/461/2013 que fijaba el modelo del Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y miembros del CA y de la comisión de control de las cajas de ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Sin embargo, este modelo será empleado para el ejercicio 2013, el cual no se encuentra en nuestro horizonte temporal.

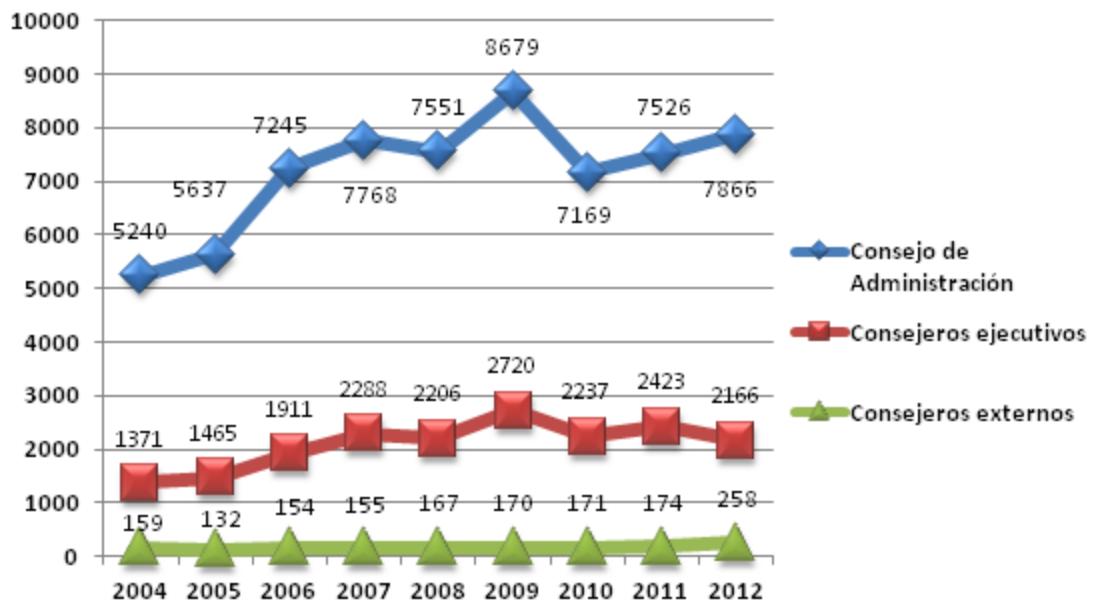
Las recomendaciones 40 (someter a votación de la Junta un informe sobre política de retribución de los consejeros) y 41 (detallar las retribuciones individuales de los consejeros en la memoria de sus cuentas anuales) son de obligatorio cumplimiento desde 2011, no todas las compañías las han cumplido o, al menos, en su totalidad. Como es el caso de Ferrovial en el ejercicio 2012. El informe sobre retribuciones sí es sometido a Junta, sin embargo, la recomendación 40 se considera 'cumple parcialmente' por 'cumplir parcialmente' la recomendación 35 (régimen de aprobación y transparencia de retribuciones) al no registrar el importe estimado de las retribuciones variables por considerarlo perturbador e innecesario. O el caso de Sacyr Vallehermoso también en 2012, la cual también 'cumple parcialmente' la recomendación 40 porque 'cumple parcialmente' la recomendación 35 al no detallar las condiciones que deben cumplir los contratos de los consejeros ejecutivos. Por tanto, se puede asegurar que todas las sociedades del IBEX-35 someten a votación sus Informes sobre retribuciones del CA, aunque no aporten toda la información requerida. En 2011, el incumplimiento fue mayor a causa de haber presentado el informe públicamente antes de la celebración de las juntas generales en las cuales pretendían aprobarlas.

En cuanto a la recomendación 41, solo dos sociedades no desglosan la retribución de sus consejeros en la memoria de sus cuentas anuales. Tales es el caso de Acerinox en el ejercicio 2012, la cual incluye en la memoria la retribución de los consejeros de forma agregada para preservar la privacidad de los consejeros, sin embargo, las remuneraciones detalladas individualmente sí fueron sometidas a votación en la Junta. O Abertis, igualmente en 2012, la cual no publica las remuneraciones individualmente en la memoria pero sí las informa en el informe anual de remuneraciones de los consejeros.

Para hablar de las retribuciones, hay que tener en cuenta un factor clave en la

Economía: la inflación. Como puede verse en el gráfico 6.4.1 existe una tendencia alcista en los salarios del CA (excepto en el ejercicio 2005 sobre los consejeros externos). Pero observando la tabla 6.4.1 podemos comprobar si el aumento o reducción de las remuneraciones son producto del ajuste respecto al IPC español o no.

*GRÁFICO 6.4.1. Promedio de las remuneraciones de los CA del IBEX 35 (en miles €)*



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Se puede comprobar que la tasa de crecimiento de la remuneración promedio del CA es superior a la inflación española en seis de los ocho años analizados, excepto en 2008 y 2010. En el ejercicio 2008, este descenso se debió a las indemnizaciones extraordinarias pagadas en 2007, por lo tanto, no es una disminución real. En 2010 ocurrió la misma situación, aunque este año, la remuneración media si se habría reducido, concretamente en un 8,4 %. Para corroborar estos datos, obsérvese la disminución del 17,76 % de la remuneración de consejeros ejecutivos en 2010, acompañada del aumento en 23,3 % en 2009 por las indemnizaciones comentadas anteriormente. Con estos datos, y sin querer entrar a valorar si es positivo o negativo, podemos cimentar las acusaciones que reciben las sociedades del IBEX-35 por parte de la sociedad cuando se argumenta que el CA aumenta sus salarios a pesar de que algunas de sus sociedades se encuentran en una difícil situación, con resultados negativos y despidos. Pero si investigando con mayor detalle los datos de la tabla, Telefónica cesó al

consejero delegado Julio Linares en 2012 con una indemnización de 24,7 millones de euros. Sólo eliminado esta indemnización (la cual también provoca el abultado 48,28 % de incremento en los consejeros externos al pasar a ser considerado este consejero como 'otros consejeros externos'), la remuneración promedio de los CA se reduciría un 4,9 %. Por tanto, al menos en el ejercicio 2012, la reducción de remuneraciones es un hecho.

*TABLA 6.4.1. Incremento interanual de las remuneraciones de los CA del IBEX 35*

	CA interanual	Consejero ejecutivo interanual	Consejero externo interanual	IPC anual 1 de enero
2004	-	-	-	-
2005	7,58%	6,86%	-16,98%	3,20%
2006	28,53%	30,44%	16,67%	3,70%
2007	7,22%	19,73%	0,65%	2,70%
2008	-2,79%	-3,58%	7,74%	4,20%
2009	14,94%	23,30%	1,80%	1,40%
2010	-17,40%	-17,76%	0,59%	0,80%
2011	4,98%	8,31%	1,75%	3,00%
2012	4,52%	-10,61%	48,28%	2,40%

Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de la CNMV y de los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX 35

Cuando hablamos de las remuneraciones del CA, los datos desagregados se dividen en consejeros ejecutivos y consejeros externos. Dentro del grupo de consejeros externos se encuentran los consejeros independientes y los dominicales. Voces críticas apoyan la postura de que los consejeros dominicales no deberían recibir remuneración por su pertenencia al CA. Son miembros por el capital que poseen, del cual pueden recibir dividendos y plusvalías por sus acciones, por tanto, ya reciben una compensación. Su comportamiento está motivado por unos intereses propios. Pero esta actitud no debe considerarse negativa ni positiva. Puede ser negativa si lo que busca es beneficiar a otras sociedades en perjuicio de la misma. Pero también puede ser positiva si lo que se busca es la creación de valor y el buen funcionamiento del Consejo. Pues las buenas prácticas del CA que crean valor pueden provocar un aumento de la plusvalía por sus acciones y aumento de dividendos. Cada consejero dominical es un caso particular y el debate sobre su remuneración es complicado, por tanto, no se puede obtener una respuesta concisa.

## 7. CONCLUSIONES

El Buen Gobierno de la empresa es un tema de actualidad pero no novedoso. Numerosos autores comenzaron su investigaciones hace varias décadas, centrando sus análisis fundamentalmente en los problemas de agencia entre accionistas y directivos en el papel de los Consejos de Administración. Como muestra del interés que a nivel social también despierta este tema, cabe destacar la publicación de códigos de gobierno corporativo, los cuales se encuentran en continua actualización, siempre en la búsqueda de mayor transparencia y mejores prácticas.

Este TFG está centrado en los Consejos de Administración; sin embargo hay que tener en cuenta que el análisis de los mismos es una parte del total, el Gobierno Corporativo. Además, aunque el periodo analizado comienza en el ejercicio 2004 y termina en el ejercicio 2012 inclusive, periodo en el cual se abarca el Código Aldama y el Código Conthe, también se trata el Código de Olivencia, anterior al Código Aldama, para no perder la perspectiva histórica.

A partir del análisis de los CA del IBEX-35 en el período fijado se han obtenido diferentes conclusiones. En líneas generales, las sociedades del índice español han mejorado notablemente en el seguimiento de las recomendaciones de código unificado, pasando del 81,7 % de recomendaciones con cumplimiento total en 2007 al 91,6 % en 2012. Una notable mejora.

Centrándonos en los CA, su independencia ha aumentado durante el transcurso de los años. El capital social en manos del consejo se mantiene constante entre 11 y 13 %, siendo una un porcentaje no muy elevado. El número de consejeros que repiten en distintos consejos del IBEX-35 se ha reducido, con lo que se reduce el riesgo de conflictos de interés y una mayor implicación de los consejeros en la compañía. Las recomendaciones de Buen Gobierno establecen que el máximo recomendable de consejeros en cada sociedad sería 15. La media del índice no solo cumplía exactamente esta recomendación en 2004, sino que se ha ido reduciendo hasta llegar a 14 en 2012. El número total de consejeros se ha reducido pero no así el número de consejeras que se ha visto incrementado notablemente, pasando de 18 (3,4 %) en 204 a 66 (13,5 %), notable aumento que se aproxima a la media europea.

En cuanto a los consejeros independientes, a los cuales se les ha otorgado mayor atención, se observa una tendencia al alza de los mismos frente a los dominicales y ejecutivos, como explica la recomendación 13: mínimo un tercio de consejeros independientes en el CA. 13 sociedades no cumplían esta proporción en 2004, frente a 11 en 2012, por lo tanto no todas las compañías del índice están de acuerdo con esta condición. Para garantizar la independencia de estos consejeros, se recomienda que exista una rotación de cargo menor a los 12 años. En los 8 años (2004 - 2012) que comprende a esta investigación, 45 consejeros independientes han mantenido su puesto en el consejo de su compañía.

Un término que también se encuentra de moda es la palabra CEO (Chief Executive Officer), o lo que es lo mismo, Primer ejecutivo. En las sociedades en cuestión, 24 eran presididas por un Primer ejecutivo en 2012, dos más que en 2004, en la media española (67 %), pero superior a sus vecinos europeos y Estados Unidos.

Las remuneraciones son un tema complicado de exponer a la sociedad y en los últimos años se han dado grandes pasos hacia la transparencia de las mismas, como la desagregación de las remuneraciones de los consejeros y la votación en Junta de carácter consultivo de un informe sobre las remuneraciones de los consejeros, de aplicación voluntaria hasta la aprobación de la Ley de Economía Sostenible en 2011, que obliga a su publicación y votación. La tasa de crecimiento de la remuneración promedio de un consejero es superior a la inflación española. Por tanto, las noticias sobre que los consejos siguen aumentándose el sueldo en plena crisis, puede considerarse cierta si no se entra en detalle.

La investigación realizada pone de manifiesto los progresos de las sociedades del IBEX-35 en cuanto a aumentar la transparencia y en el cumplimiento de las recomendaciones de los sucesivos códigos de buen gobierno españoles. Pero esto no quiere decir que el trabajo esté hecho. Las sociedades tienen que seguir progresando en su transparencia y las sucesivas investigaciones y comisiones especiales continuar mejorando los códigos de buen gobierno y sus implicaciones.

## 8. REFERENCIAS

- ACERO FRAILE, ISABEL y ALCALDE FRADEJAS, NURIA (2010). 'Los Consejos de Administración. Una instantánea del caso español'. *Revista Economía industrial*, N° 378, páginas 159 - 168.
- ACERO FRAILE, ISABEL y ALCALDE FRADEJAS, NURIA (2010). 'Heterogeneidad en los Consejos de Administración en España'. *Tribuna de Economía*, N° 854, páginas 85 - 103.
- ACERO FRAILE, ISABEL y ALCALDE FRADEJAS, NURIA (2012). 'Influencia de las funciones de control y asesoramiento sobre la configuración del Consejo de Administración'. *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. XII, N° 153, páginas 9 - 38.
- BEBCHUCK, LUCIAN A. y WEISBACH, MICHAEL S. *The review of Financial Studies*. Oxford, Londres.
- BILBAO CALABUIG, PALOMA (2004). 'El modelo de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35: cumplimiento del Código Olivencia'. CNMV, *Monografías nº7*.
- COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO (2013). 'Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas'. Disponible en: Web CNMV -> Legislación -> Gobierno corporativo.
- COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y LA SEGURIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2003). 'Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (Informe Aldama)'. Web CNMV -> Publicaciones -> Códigos de Gobierno Corporativo.
- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2004 - 2012). 'Informes anuales de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35'. Disponible en: Web CNMV -> Publicaciones, estadísticas e investigaciones -> Gobierno corporativo.
- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2004 - 2012).

'Informes anuales (agregados) de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35'. Disponible en: Web CNMV -> Búsqueda por entidad -> Gobierno corporativo.

- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2006). 'Código Unificado de Buen Gobierno'. Web CNMV -> Legislación -> Gobierno Corporativo.

- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2007 - 2012). 'Estadísticas de cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno de las compañías del IBEX 35'. Disponible en: Web CNMV -> Publicaciones, estadísticas e investigaciones -> Gobierno corporativo.

- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2007 - 2012). 'Estadísticas agregadas de los Informes anuales de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35'. Disponible en: Web CNMV -> Publicaciones, estadísticas e investigaciones -> Gobierno corporativo.

- COMISIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES (2013). 'Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas'. Disponible en: Web CNMV -> Legislación -> Gobierno Corporativo.

- CONSULTURA SPENCER STUART (2007 - 2012). 'Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración'. Web SpencerStuart -> Research and Insight.

- CORELLA, ARANTXA (2006). La CNMV fija criterios estrictos para los consejeros independientes (en línea). Madrid, 16 enero 2006 (Consulta: 25 agosto 2014). Disponible en:

[http://cincodias.com/cincodias/2006/01/16/empresas/1137422380\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2006/01/16/empresas/1137422380_850215.html)

- CUEVAS, JOSÉ MARÍA (2006). 'El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. *Cuenta con IGAE*, Nº 15, páginas 37 - 42.

- EVA LEVY PARTNERS (2013). 'El peso de las mujeres en los consejos del IBEX 35'. Colaboradores: Infopress y EISE Business School. Web EVA LEVY PARTNERS -> Publicaciones -> Estudios de interés.

- FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, ENRIQUE; y GÓMEZ ANSÓN, SILVIA (2003). 'La experiencia del Código Olivencia'. *Ánalisis financiero*, Nº 90, páginas 63 -

- FERRUZ AGUDO, LUIS; MARCO SANJUÁN, ISABEL y ACERO FRAILE, ISABEL (2008). 'Evolución temporal de los códigos de buen gobierno en España'. *Boletín económico del ICE*, N° 2948, páginas 19 - 28.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2005). 'Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX 35) 2004'. Papeles de la Fundación, N° 14.
- GIL DE BIEDMA , MARTA (2004). 'Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas'. *Boletín de Información Ventura Garcés Abogado. April 2004*.
- GOMPERS, PAUL A.; ISHII, JOY L.; METRICK, ANDREW (2003). 'Corporate governance and equity prices'. *Quarterly Journal of Economics 118 (1)*, páginas 107 - 155.
- GORDON, JEFFREY N. (2007). 'The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 - 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices'. *Stanford Law Review*, N° 59, páginas 1465 - 1568.
- HERMALIN, BENJAMIN E.; y WEISBACH, MICHAEL S. (1991). 'The effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance'. *Financial Management*, N° 20, páginas 101 - 120.
- HERMALIN, BENJAMIN E.; y WEISBACH, MICHAEL S. (1998). 'Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of Management'. *American Economic Review*, N° 88, páginas 96 - 118.
- HERMALIN, BENJAMIN E.; y WEISBACH, MICHAEL S. (2003). 'Board of Directors as an Endogenously Determined Institution. A survey of the Economic Literature'. *Economic Policy Review*, N° 9, páginas 7 - 26.
- HERMALIN, BENJAMIN E.; y WEISBACH, MICHAEL S. (2009). *Information Disclosure and Corporate Governance*. Working Paper, Ohio State University.
- JENSEN, MICHAEL; y MURPHY, KEVIN J. (1990). 'Performance Pay and

Top-Management Incentives'. *Journal of Political Economy*, N° 98, páginas 225 - 264.

- KAPLAN, STEVEN N. (2008). 'Are U.S. CEOs Overpaid?'. *Academy of Management Perspective*, N° 22, Páginas 5 -20.
- KAPLAN, STEVEN N.; y RAUH, JOSHUA (2009). 'Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?'. *Review of Financial Studies*, Vol.23, páginas 1004 - 1050.
- LA PORTA, RAFAEL; LOPEZ DE SILANES, FLORENCIO; y SHLEIFER, ANDREI (1999). 'Corporate Ownership Around the World'. *Journal of Finance*, N° 54, páginas 471 - 517.
- LA PORTA, RAFAEL; LOPEZ DE SILANES, FLORENCIO; y SHLEIFER, ANDREI (2008). 'The Economic Consequences of Legal Origin'. *Journal of Economic Literature*, N° 46, páginas 285 - 332.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2003). 'Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades'. *BOE N°7 de 08 de Enero de 2004*- PWC (2013). 'Consejos de Administración de empresas cotizadas 2012'. Disponible en: Web PWC -> Informes -> Financiero y Seguros.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2011). 'Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible'. *Boletín Oficial del Estado*, N° 55, Sec. I, páginas 25033 - 25235.
- MUÑOZ VÉLEZ, ANTONIO (2010). 47 consejeros concentran el poder en la bolsa (en línea). Madrid, 1 febrero 2010 (Consulta: 23 agosto 2014). Disponible en: <http://www.publico.es/dinero/290610/47-consejeros-concentran-el-poder-en-la-bolsa>
- MURPHY, KEVIN J. (1999). 'Executives Compensation'. *Handbook of Labour Economics*, Vol. 3.
- MURPHY, KEVIN J.; y ZABOJNIK, JAN (2007). 'Managerial Capital and the Market for CEOs'. *Working Papers, Queen's University*.
- RAVINA, ENRICHETTA; y SAPIENZA, PAOLA (2009). 'What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading'. *Review of Financial*

*Studies*, N° 22, páginas 187 - 217.

- RODRÍGUEZ, MARÍA DEL CAMINO (2006). 'Estudio sobre la eficacia de los Comités de auditoría en las sociedades cotizadas'. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXXV (132), páginas 885 - 912.
- SALAS FUMÁS, VICENTE (2002). *El gobierno de la empresa*. Colección Estudios Económicos La Caixa N°29 (Edición electrónica), Barcelona. Disponible en: [www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)
- TERMES, RAFAEL (1998). Valoración de los mercados del informe (Olivencia) sobre código ético de los consejos de administración. Discurso de Rafael Termes en la mesa redonda organizada por la Asociación para el Progreso de la Dirección. (en línea). Madrid, 20 marzo 1998 (Consulta: 28 julio 2014). Disponible en: <http://web.iese.edu/Rtermes/acer/acer13.htm>
- THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL SPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE (1992). *The financial aspects of corporate governance (Informe Cadbury)*. Gee and Co. Ltd., Londres.
- URRUTUA, IGNACIO (2006). 'El nuevo código de Buen Gobierno: críticas y alabanzas (Código Conthe)'. *Partida Doble*, N° 177, páginas 88 - 95.
- VIVAS-CRISOL, LAURA; MARTÍNEZ BLASCO, MÓNICA; y GARCÍA BLANDÓN, JOSEP (2012). '20 años de investigaciones sobre Gobierno Corporativo Internacional'. *Revista General de Información y Documentación*, Vol. 22.