



**FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS**

# **OBSERVATORIO DE GOBIERNO CORPORATIVO 2010**

*Director del equipo de investigación:*

**Rafel Crespí Cladera**

**CATEDRÁTICO DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA DE LA EMPRESA  
DE LA UNIVERSITAT DE LES ILLES BALEARS**

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN N.º 40**





<b>I. EQUIPO DE TRABAJO</b> .....	5
A.1. Director Equipo de Investigación .....	5
A.2. Grupo de Consulta .....	5
<b>II. PRESENTACIÓN</b> .....	11
<b>III. INTRODUCCIÓN AL OBSERVATORIO</b> .....	13
<b>IV. MUESTRA Y METODOLOGÍA</b> .....	17
<b>V. EVOLUCIÓN DE LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO</b> .....	21
A. Estructura de propiedad .....	21
A.1. Concentración de la propiedad y derechos de voto .....	21
A.2. Tipología de accionistas .....	24
A.3. Participaciones de los consejeros .....	26
B. Composición del Consejo de Administración .....	27
B.1. Tamaño y actividad .....	27
B.2. Tipología de consejeros y capital flotante .....	28
B.3. Duración de los mandatos y diversidad de género en el Consejo .....	30
B.4. Propuestas de nombramiento o reelección de consejeros .....	32
B.5. Presencia de los consejeros en otras sociedades .....	33
B.6. Presidente del Consejo ejecutivo .....	35
C. Comisiones del Consejo de Administración .....	36
C.1. La Comisión Ejecutiva .....	38
C.2. Comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones .....	39
D. Funcionamiento del Consejo de Administración .....	42
D.1. Selección, Relección y Rotación de consejeros .....	42
D.2. Sesiones e información a los consejeros y evaluación periódica .....	42
D.3. Normas internas, conflicto de intereses y control de riesgos .....	43
E. Retribución del Consejo de Administración .....	45
E.1. Retribución individual media de los consejeros .....	49
E.2. Blindajes de ejecutivos .....	54
F. Derechos y asistencia de los accionistas .....	56
G. Independencia: operaciones vinculadas y auditores .....	58
G.1. Independencia de los auditores .....	59
H. Protecciones de toma de control .....	60
I. Valoración del avance del gobierno corporativo en España .....	63
I.1. Aspectos de avance en el gobierno corporativo .....	63
I.2. Aspectos en los que no se aprecian mejoras .....	64



<b>VI. RENDIMIENTO Y VALOR DEL GOBIERNO CORPORATIVO . . .</b>	<b>67</b>
A. Cumplir o explicar . . . . .	67
B. Relación entre rendimiento y valor . . . . .	71
C. Medidas de rendimiento y valor . . . . .	72
D. Relación entre cumplimiento del Código Unificado y rendimiento o valor . . . . .	73
E. Índice Defensivo como medida alternativa . . . . .	79
F. Resumen . . . . .	86
G. Apunte metodológico . . . . .	87
<b>VII. COMPARACIÓN INTERNACIONAL . . . . .</b>	<b>93</b>
A. El Consejo de Administración . . . . .	94
B. El Presidente del Consejo de Administración . . . . .	97
<b>VIII. CONCLUSIONES . . . . .</b>	<b>99</b>
<b>IX. ANEXOS . . . . .</b>	<b>103</b>
A. LISTADO DE SOCIEDADES . . . . .	103
<b>X. BIBLIOGRAFÍA . . . . .</b>	<b>105</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS . . . . .</b>	<b>107</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS . . . . .</b>	<b>109</b>
<b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN . . . . .</b>	<b>111</b>
<b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS . . . . .</b>	<b>114</b>



## I. EQUIPO DE TRABAJO

El *Observatorio de Gobierno Corporativo 2010* de la Fundación de Estudios Financieros se elabora con la aportación de profesionales de colectivos vinculados con la Fundación de Estudios Financieros, con la Universidad y con el sector.

### ***A.1. DIRECTOR EQUIPO DE INVESTIGACIÓN:***

Crespí Cladera, Rafel  
*Catedrático del Dpto. de Economía de la Empresa de la Universitat de les Illes Balears*

### ***A.2. GRUPO DE CONSULTA:***

Sr. D. Antonio Abril Abadín  
*Secretario del Consejo de Administración, INDITEX*

Sr. D. Carlos Acuña Quiroga  
*Tyrus Capital LLP*

Sr. D. José María Ameijenda Rodríguez  
*INDITEX*

Excmo. Sr. D. José Claudio Aranzadi Martínez  
*ENERMA CONSULTORES*

Sr. D. Gregorio Arranz Pumar  
*Consultor*

Sr. D. Manuel Balanzat  
*Consejero-Director General Banca Privada, INVERCALIA*



Sra. Dña. Consuelo Barbé  
*Directora Mercado de Valores y Gobierno Corporativo. Secretaría General Jurídica  
y del Consejo, TELEFÓNICA, S.A.*

Sr. D. Enrique Carretero Gil de Biedma  
*Socio Internacional, BAKER & MCKENZIE*

Sr. D. José Manuel de Araluce Larraz  
*Subdirector General de Cumplimiento y Relaciones Institucionales,  
GRUPO SANTANDER*

Sr. D. David de San Benito Torre  
*Reputación y Responsabilidad Corporativa, TELEFÓNICA, S.A.*

Sr. D. José Luis del Valle Pérez  
*Consejero–Secretario General, GRUPO ACS*

Sr. D. José Luis Escamilla Galindo  
*Director de Gerencia de la Vicesecretaría General, CAJA MADRID*

Sr. D. Salvador Espinosa de los Monteros  
*Abogado–Economista, GARRIGUES*

Sr. D. Juan Fernández–Armesto  
*Catedrático Derecho Mercantil, ICADE*

Sra. Dña. María José García Beato  
*Secretaria General, BANCO SABADELL*

Sr. D. Javier García de Paredes Moro  
*Secretario General, CAIXA GALICIA*

Sr. D. Carlos González Soria  
*Secretario General, INDRA Sistemas, S.A.*

Sr. D. Alfredo Jiménez Fernández  
*Director de Análisis y Estudios, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS*



Sr. D. Prosper Lamothe Fernández  
*Catedrático de Economía Financiera Facultad de Ciencias Económicas,  
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID*

Sr. D. Tomás López de la Torre  
*Socio, KPMG*

Sr. D. Ramiro Martínez-Pardo  
*Consejero-Director General, NORDKAPP*

Sr. D. Julián Martínez-Simancas  
*Secretario General y del Consejo, IBERDROLA*

Sr. D. Juan Mascareñas Pérez-Íñigo  
*Catedrático de Economía Financiera, UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID*

Sr. D. Sabiniano Medrano  
*ERNST & YOUNG*

Sr. D. Cándido Paz-Ares  
*Socio, URIA MENÉNDEZ*

Sr. D. José Pérez Fernández  
*Presidente, INTERMONEY*

Sr. D. Jaime Pérez Renovales  
*Director General y Vicesecretario General y del Consejo, SANTANDER*

Sr. D. Juan Melchor Prieto Sánchez  
*SANTANDER*

Sr. D. José Luis Rodrigo Garrido  
*Secretario General Técnico, INDRA Sistemas, S.A.*

Sra. Dña. Isabel Rubio León  
*Directora de Responsabilidad Social Corporativa, BANCAJA*

Sr. D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda  
*Secretario General IEAF-Director General FEF*



Sr. D. Francisco José Serna Gómez  
*Vicesecretario General, CAIXA GALICIA*

Sra. Dña. María Tomillo Martín  
*Departamento de Derecho Financiero, DELOITTE*

Sr. D. Juan Carlos Ureta Domingo  
*Presidente, FEF-IEAF*

Sr. D. Francisco Uría Fernández  
*Socio Sector Financiero, KPMG*

Sr. D. Antonio Vázquez Álvarez  
*Abogado, GRUPO ACS*

Sr. D. Francisco Javier Zapata Cirugeda  
*Director Asesoría Institucional y Vicesecretario del Consejo Administración,  
BANCO POPULAR*

Sr. D. Emilio Zurutuza Reigosa  
*Presidente, FUNDACIÓN ADECCO*

***EQUIPO DE INVESTIGACIÓN***

***Director***

Rafel Crespí Cladera  
*Catedrático de Organización de Empresas de la Universitat de les Illes Balears.*

***Coordinador ponente***

Bartolomé Pascual Fuster  
*Profesor Titular de Universidad de Economía Financiera de la Universitat  
de les Illes Balears*





*Soporte investigadores*

Luiz Ricardo Kabbach de Castro

*PhD. Student Doctorate in Economics Management and Organisation.  
Universitat Autònoma de Barcelona–Universitat de les Illes Balears–  
Universidad Pública de Navarra. Becario de la Universitat de les Illes Balears.  
Visiting Scholar University of Illinois at Urbana Champaign*





## II. PRESENTACIÓN

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) trabaja, entre sus líneas de investigación, sobre la situación y evolución del Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en el Mercado Continuo español. La serie de estudios que la FEF ha venido publicando sobre el tema desde el año 2002 son prueba fehaciente de este interés.

La presente publicación de los trabajos correspondientes al Observatorio de Gobierno Corporativo 2010 analiza nuevamente el estado de esta cuestión en las sociedades cotizadas y constata su adaptación a los cambios introducidos por el *Código Unificado*. Según los datos del ejercicio 2009, momento en el que las sociedades cotizadas estaban inmersas en la crisis económica y financiera, se destacan varios puntos para los que ha habido un avance en las prácticas de gobierno corporativo, y también se señalan aquellos puntos en los que no se constata dicho avance. La descripción detallada de la situación del gobierno corporativo de las sociedades del Mercado Continuo se refiere a la estructura de propiedad, a su relación con la composición, funcionamiento y retribución del Consejo de Administración, a la actividad de la Junta de Accionistas y a las reglas que rigen su funcionamiento, así como a las relaciones de la sociedad con sus accionistas, administradores y auditores.

Ciertamente, a lo largo del pasado año 2010, hemos asistido a sustanciales innovaciones en materia de Gobierno Corporativo a nivel internacional, tanto en Estados Unidos con la Dodd-Frank Act como en el Reino Unido, a través de las modificaciones introducidas por el Financial Reporting Council. Modificaciones que afectan a las mayores compañías cotizadas del mundo en los mercados e índices más relevantes como son el Dow Jones, Nasdaq, Footsie 100, entre otros.

Estas modificaciones, que surgen como respuesta de los reguladores a la crisis sistémica después de Lehmann Brothers, suponen unos niveles de desarrollo del Gobierno Corporativo más avanzados que los actualmente vigentes en España, ya que nuestro



modelo está basado en las directrices que establece el Código de Gobierno Corporativo del año 2006, basado en referentes anteriores.

España ha avanzado en prácticas de Gobierno Corporativo y continuará avanzando en los próximos años. La adaptación de nuestras empresas cotizadas a niveles europeos debe realizarse sin prisa pero sin pausa, sin posiciones verticales ni imposiciones, sino con un paso continuo y abordando fases de mejora y transición. La reciente publicación de la Ley de Economía Sostenible marca un paso relevante en materia de *disclosure* sobre retribuciones, por la vía de la regulación en lugar de la aplicación de un método de autorregulación como venía siendo la tónica hasta ahora, lo que mejorará la transparencia en la materia.

El buen gobierno corporativo (Corporate Governance) debe ser un conjunto de principios que sirvan de guía a las empresas para implementar un modelo constructivo (constructive corporate governance), que aúne los intereses de accionistas y gestores para el mejor desarrollo de las Sociedades, no un cinturón de hierro que restrinja su capacidad operativa. Como describe el informe que presentamos, el cumplimiento de sus principios, no garantiza la eficacia de los mismos sobre los resultados operativos de la empresa, pero la reviste de un sistema formal, ético y de transparencia para monitorizar la gestión de los ejecutivos y las relaciones con los accionistas, comúnmente aceptado por la comunidad financiera internacional, y en el que España y sus empresas deben avanzar.

El informe que hoy presentamos es una muestra de cómo progresan nuestras principales empresas en la materia y, en todo caso, perfila en un punto estático del tiempo, la mejora apreciable que en los últimos años se ha producido.

Este informe es posible gracias al esfuerzo colectivo de distintas personas vinculadas a la Fundación de Estudios Financieros. Los trabajos de investigación a cargo de un equipo de la Universidad de las Islas Baleares basándose en las orientaciones y las recomendaciones del Grupo de Consulta del Observatorio son esenciales para un análisis equilibrado que da continuidad a una serie iniciada años atrás. A todas las personas que han participado en esta obra quiero agradecerles su dedicación y esfuerzo.

Juan Carlos Ureta Domingo  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*



## III. INTRODUCCIÓN AL OBSERVATORIO

El informe anual de 2010 del *Observatorio de Gobierno Corporativo* de la Fundación de Estudios Financieros investiga la evolución de las prácticas de gobierno corporativo que las sociedades del Mercado Continuo español han comunicado sobre esta actividad hasta el ejercicio 2009 en la CNMV y en otros registros oficiales.

Este informe se estructura en tres niveles: el primero es una continuación de la serie iniciada en 2004; el segundo analiza la relación que existe entre el rendimiento de las sociedades y las prácticas de gobierno, y el tercero aborda la comparación internacional de algunos aspectos del gobierno corporativo con los países del entorno.

### SEGUIMIENTO CONTINUADO

El trabajo del *Observatorio de Gobierno Corporativo* de la FEF (en adelante el Observatorio) viene describiendo y analizando las prácticas de gobierno corporativo ajustadas a las recomendaciones y contenidos del *Código Unificado* desde 2004 incluso antes de su entrada en vigor. La estabilidad de este esquema de análisis permite una comparación temporal que recoge la evolución positiva de las prácticas adoptadas por las sociedades cotizadas en el Mercado Continuo.

La descripción y evolución de las prácticas de las sociedades cotizadas en el Mercado Continuo comprenden aspectos relacionados con la estructura de propiedad, la composición y el funcionamiento de su Consejo de Administración, la remuneración de sus miembros y las relaciones existentes entre accionistas significativos, consejeros y empresas del grupo u otras empresas de actividad similar. También se describen las variaciones en los aspectos que atañen al funcionamiento de la Junta y de los derechos de los accionistas.



## CUMPLIMIENTO DE RECOMENDACIONES Y RENDIMIENTO

Es frecuente que las instituciones que se encargan de elaborar valoraciones o *ratings* de gobierno corporativo las relacionen con los rendimientos empresariales de las sociedades analizadas. Así, Governance Metrics International, entidad consultora que elabora el Índice GMI, afirma que «las compañías que ponen su foco en el gobierno corporativo y la transparencia generan mejores resultados y rendimientos económicos y disminuyen su coste de capital. Lo opuesto también es cierto: compañías con débil gobierno corporativo y transparencia acarrearán riesgos de inversión crecientes y mayores costes de capital». Otras instituciones similares que promueven *ratings* de buenas prácticas, como Riskmetrics, afirman que «no hay duda de que los *ratings* podrían haber ayudado a algunos gestores de inversiones a evitar pérdidas importantes durante los grandes escándalos acaecidos en la era de Enron o Worldcom». En un trabajo publicado por PricewaterhouseCoopers en 2008 titulado *What Directors Think, The Corporate Board Member*, elaborado a partir de un amplio cuestionario a consejeros de empresas norteamericanas, éstos afirman que los bajos niveles de gobierno corporativo son una bandera roja que les indica la necesidad de mayores niveles de supervisión cuando carecen de estimaciones de resultados de los analistas financieros.

Sin embargo, hay estudios empíricos que muestran resultados con relaciones débiles, poco consistentes y, a veces, contradictorios entre rendimiento y *ratings* en las prácticas de gobierno corporativo. En el contexto europeo en general, y en el español en particular, los grados de cumplimiento de los códigos de buen gobierno representan una medida aproximada de la atención que las sociedades prestan al gobierno corporativo, y muestran variaciones en los grados de cumplimiento entre éstas.

Sobre esta base, en el capítulo que relaciona rendimiento y valor con las prácticas de gobierno se pretende dilucidar si se da esta relación para el conjunto de sociedades del Mercado Continuo y si, en su caso, existe alguna medida alternativa al grado de cumplimiento de las 58 recomendaciones que abarque de forma más ajustada dichas relaciones.

## COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Este apartado muestra una comparación de algunas de las características de los Consejos de Administración en un conjunto de países en relación con los de las sociedades del



Ibex35 y del Mercado Continuo español. En él se pone de manifiesto la dificultad para armonizar los datos de diversas publicaciones y para mostrarlos de forma comparada. Las tablas comparativas permiten observar las diferencias entre los países anglosajones y los de Europa continental y muestran ciertas características de las sociedades españolas perfectamente homologables a nuestro entorno.







### IV. MUESTRA Y METODOLOGÍA

La muestra de sociedades cotizadas en el Mercado Continuo español que al finalizar el ejercicio 2009 han depositado el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en la CNMV es de 124. La comparación con los datos disponibles desde 2004 suma un total de 752 sociedades/años. El panel completo de los 6 ejercicios incluye 97 sociedades, y si se restringe a los dos últimos ejercicios coinciden un total de 123 sociedades.

La muestra está compuesta por todas las sociedades incluidas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) al final de cada uno de los ejercicios que van de 2004 a 2009, excluyendo a las sociedades del Latfbex. De las restantes sociedades incluidas en el segmento principal, *fixing* y nuevo mercado, se han suprimido las que no facilitan el IAGC estandarizado a la CNMV. Algunas de estas empresas cumplen con los requerimientos informativos en otros mercados, mientras que otras han sido excluidas de Bolsa y no facilitan su IAGC. Después de estas correcciones, el número final de sociedades objeto de estudio en 2009 es de 124, y el análisis de valoración comparada más detallado entre los ejercicios 2008 y 2009 es aplicable a 123 sociedades. En cuanto a metodología se refiere, es importante dilucidar si los cambios entre dos ejercicios consecutivos se explican por la nueva composición de la muestra, con entradas y salidas de sociedades, o bien si son fruto de variaciones de comportamiento para un conjunto estable de sociedades.

La Tabla 1 muestra la pertenencia de las sociedades analizadas a los grandes sectores de actividad de acuerdo con la clasificación sectorial que realiza la Bolsa de Madrid, separando las sociedades de servicios financieros de las inmobiliarias.



**TABLA 1**  
**SOCIEDADES POR SECTORES**

Distribución de la muestra de sociedades analizadas por sectores de actividad según la clasificación de la Bolsa de Madrid.

Agrupación por sectores de actividad	Número de sociedades					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Petróleo y Energía	9	9	9	13	13	12
Materiales Básicos, Industria y Construcción	30	30	31	30	31	30
Bienes de Consumo	31	31	31	32	32	30
Servicios de Consumo	14	15	16	18	16	16
Servicios Financieros	18	18	19	21	17	16
Tecnología y Comunicaciones	7	7	6	6	6	6
Inmobiliaria	9	9	14	15	15	14
Total	118	119	126	135	130	124

Un criterio determinante para analizar el comportamiento de las prácticas de gobierno de las sociedades es su dimensión. Ésta se calcula a partir del promedio de la capitalización bursátil en el último día hábil de los tres últimos ejercicios, agrupando a las sociedades en cuatro niveles que se detallan en la Tabla 2 con el fin de dotar de estabilidad a la serie y de evitar las variaciones cíclicas. Las agrupaciones distinguen las sociedades del Ibex35 (según su composición en el último trimestre de cada ejercicio), mientras que las tres agrupaciones restantes corresponden, en primer lugar, a empresas con una capitalización superior a los 1000 millones de €, en segundo lugar a empresas con una capitalización de entre 1000 y 250 millones de € y, por último, al grupo de sociedades con una capitalización inferior a los 250 millones de €.



**TABLA 2**  
**SOCIEDADES POR TAMAÑOS**

Distribución de la muestra de sociedades analizadas por tamaños en función de su capitalización bursátil y la pertenencia al Ibex35 al finalizar el ejercicio 2009. Entre las sociedades no pertenecientes al Ibex35 se distinguen las de capitalización elevada, superior a los 1000 millones de €; las de capitalización reducida, por debajo de los 250 millones de €; y las de capitalización intermedia, situada entre los dos grupos anteriores. Los datos de capitalización corresponden al promedio de la capitalización bursátil de último día hábil bursátil de los tres últimos ejercicios.

Agrupación por capitalización	Número de sociedades					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ibex35	33	34	35	34	35	34
Elevada	20	23	30	35	33	22
Intermedia	28	30	34	42	31	33
Reducida	37	32	27	24	31	35
Total	118	119	126	135	130	124

Al igual que en estudios anteriores del Observatorio, la metodología de análisis y las fuentes de información toman los contenidos facilitados por las sociedades en el modelo de IAGC depositados en la CNMV. El trabajo está estructurado de forma que se analiza un amplio conjunto de variables, o prácticas concretas de gobierno de las sociedades, agrupadas en varios apartados que se refieren a la estructura de propiedad, al Consejo de Administración y a los derechos de los accionistas.





### V. EVOLUCIÓN DE LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO

La descripción del gobierno de las sociedades se centra en los aspectos más destacables y muestra una comparación longitudinal precisa para algunas series de datos desde el año 2004, mientras que en otras variables se comparan los resultados para los ejercicios 2008 y 2009.

#### A. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El grado de concentración de la propiedad y la identidad o tipología de sus accionistas significativos son los elementos que caracterizan a la estructura de propiedad. En este epígrafe, además de constatar los grados de concentración según el tamaño de las sociedades y su composición, se analizan también otros aspectos como, por ejemplo, las participaciones cruzadas entre sociedades cotizadas o la propiedad en manos de los consejeros. El epígrafe finaliza con la valoración comparada entre sociedades siguiendo el cómputo de las 11 variables que incluye este apartado.

##### A.1. Concentración de la propiedad y derechos de voto

Los niveles promedio del capital en manos de los accionistas significativos varían de forma sustancial a lo largo del tiempo, ya sea para el mayor accionista como para la suma de las participaciones de los tres o cinco mayores accionistas. Las participaciones significativas del mayor accionista y de los tres mayores accionistas se corrigen a través de las participaciones indirectas, que suponen una aproximación al último accionista.

En línea con los resultados mostrados para los ejercicios anteriores, la elevada concentración accionarial que caracteriza a las sociedades cotizadas en España, al igual que en las de Europa continental, se refleja en el 36,4% de la participación accionarial del mayor accionista. Agregando las participaciones de los tres mayores accionistas, el valor



promedio ronda el 50%, con ligeras variaciones entre ejercicios. Las diferencias observadas entre los ejercicios 2007 y 2008 desaparecen si comparamos la muestra común de 129 sociedades en ambos ejercicios.

**TABLA 3**  
**CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD POR TAMAÑOS**

Porcentaje de participación accionarial del mayor accionista, y acumulada de los tres mayores accionistas en el período 2004-2008 comparado con el año 2009. El porcentaje incluye la suma de participaciones directas e indirectas corregidas. Las sociedades no pertenecientes al Ibex35 se definen de capitalización elevada si es superior a los 1000 millones de €, de capitalización reducida si está por debajo de los 250 millones de €, y de capitalización mediana si se sitúa entre los dos grupos anteriores. El porcentaje incluye la suma de participaciones directas e indirectas corregidas. Los datos hacen referencia a 628 sociedades/años para el período anterior a 2004-2008 y a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

	% mayor accionista		% 3 mayores accionistas	
	2004-2008	2009	2004-2008	2009
Ibex35	31,3	34,2	44,4	45,2
Elevada	47,6	49,0	59,5	63,1
Intermedia	38,1	34,8	51,6	50,4
Reducida	29,2	28,4	44	45,4
Total	36,6	35,4	49,9	49,8

La característica de mayor dispersión de la propiedad en las grandes sociedades y en las de capitalización reducida que se observa en la Tabla 3 se da en todos los ejercicios analizados, y los incrementos de concentración de propiedad son más uniformes en las sociedades del Ibex35. Las sociedades de capitalización reducida tienen un comportamiento más disperso en su evolución durante estos cinco ejercicios.

Considerando que las muestras de empresas van cambiando ligeramente entre ejercicios, los datos de la Tabla 3 sugieren que las sociedades del Ibex35 convergen hacia mayores niveles de concentración, propios de sociedades de menor capitalización. Resulta destacable que el porcentaje de sociedades de reducida capitalización que cuentan con accionistas significativos con un 50% del capital es solo del 16%.

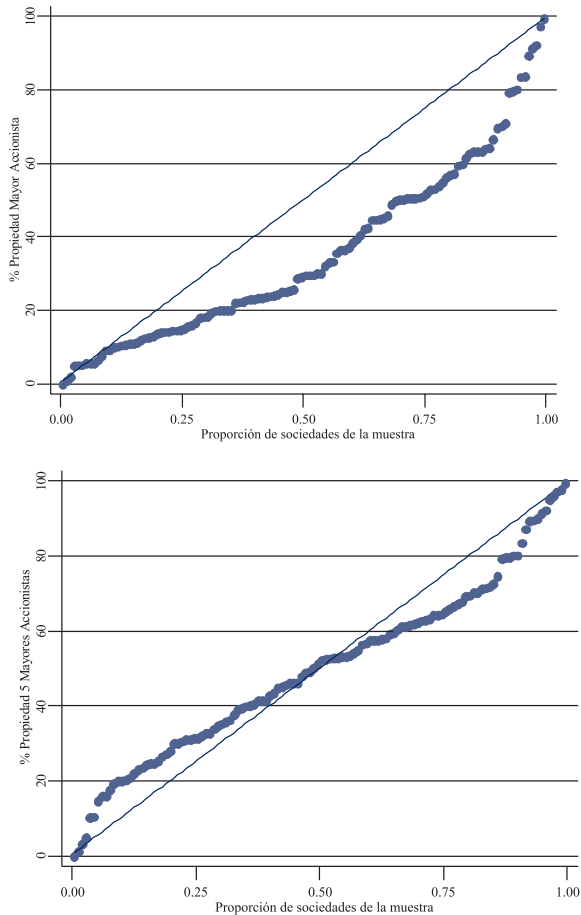
La comparación de valores medios entre varios ejercicios, o incluso el número de sociedades con accionista de control, no describe de forma completa cómo se distribuye la propiedad en el conjunto de sociedades. Las distribuciones de la Figura 1 se construyen ordenando los datos de concentración de las sociedades de menor a mayor hasta cubrir el 100% de las 124 sociedades de la muestra. Cuando los datos de esta distribución se



mueven cercanos a la diagonal hablamos de una distribución uniforme, como ocurre con la acumulación del porcentaje de propiedad de los tres mayores accionistas. Para el gráfico de la distribución del mayor accionista su desarrollo por debajo de la diagonal indica que, por citar un ejemplo, para el 75% de las sociedades no hay un accionista con propiedad mayor del 50% de los derechos de voto. Estas distribuciones varían sustancialmente entre países y son muy estables entre diversos ejercicios.

**FIGURA 1**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD**

Distribución del 100% de las 124 sociedades que componen la muestra de 2008 en función del porcentaje de propiedad del mayor accionista y de la suma de los tres mayores accionistas.



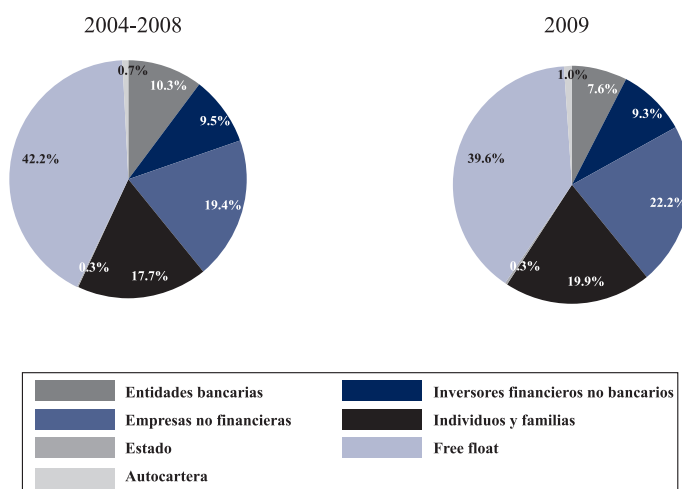
## A.2. Tipología de accionistas

El análisis de las diversas tipologías de accionistas significativos distingue a los inversores individuales o familiares de las personas jurídicas. Entre las personas jurídicas se identifican las empresas no financieras y las empresas financieras. Entre estas últimas es posible identificar las de intermediación bancaria y las no bancarias. En la Figura 2 se muestra la estabilidad de las participaciones de las diversas tipologías de accionistas a lo largo de los últimos años, donde apenas es posible distinguir con claridad entre ejercicios.

Tal y como sucede en todos los ejercicios analizados, las empresas no financieras, con un 22,2% de promedio de propiedad, son la tipología de accionista dominante. Los inversores individuales o familias controlan en promedio, como accionistas significativos, el 19,9% de los derechos de voto en las sociedades del Mercado Continuo. Para el conjunto de las 124 sociedades de la muestra de 2009, las entidades bancarias, como accionistas significativos, representan el 7,6% del capital de las sociedades del Mercado Continuo. La Figura 2 recoge además los valores muy poco representativos de la participación del Estado, así como el porcentaje de autocartera declarado por las sociedades.

**FIGURA 2**  
**TIPOLOGÍA DE ACCIONISTAS PROPIETARIOS**

Porcentaje de propiedad de los accionistas significativos por tipología. *Free float* definido como 100% menos la suma del resto de participaciones declaradas. Datos referidos a 628 sociedades/años para el periodo anterior a 2004-2008 y a 124 sociedades para el ejercicio 2009.







La estimación del *free float* medio de las sociedades corresponde al porcentaje del capital social no asignado a participaciones significativas ni a participaciones de los consejeros<sup>1</sup>, ni tampoco a la autocartera, en caso de tenerla. En la Figura 2 el valor representado como *free float* ronda el 40% del capital en los últimos ejercicios, lo que indica que menos de la mitad de los derechos de voto de las sociedades está sin identificación explícita de sus propietarios, esto es, dispersa entre múltiples pequeños inversores. Las participaciones inferiores al 3%, límite por debajo del cual no es necesaria la notificación<sup>2</sup>, quedan fuera de este análisis excepto cuando se refieren a consejeros, en cuyo caso resulta obligatoria la información de cualquier importe de participación.

En la Tabla 4 se observan los niveles de rotación de las acciones en los mercados de capitales y se agrupan las sociedades por niveles de capitalización. El ratio de volumen de contratación en relación con el volumen de acciones que corresponde al capital flotante corrige el efecto cuando únicamente se considera el capital susceptible de contratación, el que no ha sido declarado como acciones significativas ni de consejeros.

De este modo, el valor de 100,7 para el ejercicio 2009 mostrado en la Tabla 4 indica que el número de acciones de todas las sociedades analizadas, esto es, todas las que tienen en circulación, se han contratado una vez. Esta relación es de 1,77 veces si solo consideramos el capital flotante para dichas sociedades en el 2009.

En las sociedades catalogadas como de capitalización elevada se da la mayor diferencia entre el capital contratado sobre el total del capital y del capital contratado sobre el capital flotante. Una parte de este comportamiento se explica por las elevadas tasas de concentración de propiedad. Efectivamente, en el ejercicio 2009 la rotación del total de acciones es cercana al 70%, mientras que la rotación del capital flotante es de 1,83 veces su volumen.

---

<sup>1</sup> En el *Informe Anual de Gobierno Corporativo* las empresas informan de las participaciones que tienen los miembros de su Consejo de Administración. Por lo tanto, estas participaciones no forman parte del *free float*.

<sup>2</sup> Según el art. 32 del RD 1362/2007, también deben notificar los sujetos con «residencia en un paraíso fiscal o en un país o territorio de nula tributación o con el que no exista efectivo intercambio de información tributaria».



**TABLA 4**  
**ROTACIÓN DEL CAPITAL FLOTANTE EN EL MERCADO**

Número de acciones contratadas en relación a (i) las acciones emitidas y (ii) al capital flotante que mide el número de acciones que no pertenecen a accionistas significativos. El volumen de contratación es la suma contratada de acciones por cada ejercicio y por las empresas del grupo de tamaño. El denominador es la suma del número de acciones en circulación por cada agrupación. Se toma como capital flotante el número de acciones que las sociedades no han comunicado como participación significativa o de consejeros. El valor total toma las proporciones sobre la suma de 135 sociedades en 2007, de 130 en 2008 y de 124 en 2009.

	contratación / capital total			contratación / capital flotante		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Ibex35	177,5	155,7	124,5	297,2	281,8	209,6
Elevada	42,6	73,9	69,6	125,7	212,6	183,1
Intermedia	321,7	117,5	98,2	499,9	181,1	167,6
Reducida	82,4	63,0	99,4	203,0	121,6	150,3
Total	170,8	103,7	100,7	298,4	202,0	177,0

Esta breve secuencia temporal de tres ejercicios recoge el efecto de la crisis sobre el volumen de contratación, que es decreciente y significativamente menor al final de 2009 para cualquier agrupación de tamaño y para cada una de las dos medidas: capital total y capital flotante.

### **A.3. Participaciones de los consejeros**

La información publicada en los Informes Anuales de Gobierno Corporativo depositados en la CNMV detalla las participaciones accionariales de los miembros del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas, así como las opciones que poseen y cualquier otro título que les confiera derechos para adquirir o suscribir, directa o indirectamente, acciones de la sociedad. La Tabla 5 distingue las participaciones en las que la condición de consejero se comunica tanto como perteneciente a una persona jurídica, en cuyo caso nombran a un representante, como a personas físicas.

Los valores promedio presentados en el panel A de la Tabla 5 difieren sustancialmente de los valores de la mediana en el panel B. Esta diferencia es indicativa de los elevados niveles de concentración de la propiedad de los consejeros en unas pocas sociedades de la muestra, y muy especialmente para los consejeros ejecutivos. De este modo, la mitad de las sociedades analizadas del ejercicio 2009 tiene la propiedad del capital en manos de los consejeros por debajo del 14,7%, y la mitad de las sociedades no tiene más que



un 0,5% en poder de los consejeros ejecutivos. Sin embargo, los valores promedio mostrados en el panel A son relativamente estables a lo largo del tiempo, y la propiedad en manos de los consejeros es cercana al 25%.

**TABLA 5**  
**PROPIEDAD DE LOS CONSEJEROS**

Porcentajes de propiedad sobre el capital de la sociedad de los consejeros. El Panel A recoge los porcentajes promedio que corresponden al conjunto de consejeros de todo tipo; a los que son personas físicas, a los Consejeros ejecutivos y a los Consejeros dominicales. El Panel B recoge los valores de la mediana para los mismos conceptos. Datos referidos a 628 sociedades/años para el período anterior a 2004-2008 y a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

	2004-2008	2009
<b>Panel A: % Media</b>		
Consejeros (todos)	24,8	24,6
Consejeros (persona física)	14,1	15,0
Ejecutivos	14,7	12,1
Dominicales	15,1	16,0
<b>Panel B: % Mediana</b>		
Consejeros (todos)	11,7	14,7
Consejeros (persona física)	1,8	1,8
Ejecutivos	0,4	0,5
Dominicales	6,0	8,9

Esta comparación con el promedio de cinco años en relación a 2009 muestra unos resultados similares si se aplica el mismo análisis a la muestra común de 97 sociedades en los seis ejercicios de que se dispone información, lo que indica un comportamiento similar entre las sociedades que se incorporan a cotización, las que dejan de cotizar y las sociedades que permanecen estables en el Mercado Continuo.

## B. COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

### B.1. Tamaño y actividad

El tamaño medio de los Consejos de Administración de las empresas del Mercado Continuo es de 11,2 consejeros, que apenas se ha modificado respecto del 2008 (11,3), y relativamente poco respecto del 2004 (10,9). Este valor promedio se ajusta a la recomendación del *Código Unificado*, según la cual hay que situarlo entre 5 y 15 miembros, lo que cumple el



87,9% de las empresas de forma creciente a lo largo del tiempo (86,1% en 2007 y 83,9% en 2004). El número medio de reuniones de los Consejos de Administración se mantiene estable en 10 reuniones con un ligero aumento respecto de lo habitual desde 2004. La Tabla 6 muestra los valores medios de estas magnitudes por grupos de capitalización.

**TABLA 6**  
**TAMAÑO Y REUNIONES ANUALES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Datos del tamaño medio de los Consejos de Administración (# Consejeros), el porcentaje de empresas que cumplen la recomendación del *Código Unificado* de tener más de 5 y menos de 15 consejeros (Tamaño 5-15), el número medio de reuniones anuales de los Consejos de Administración (# Reuniones) y el porcentaje de no asistencias sobre el total de reuniones del ejercicio. Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	# Consejeros	(%) Tamaño (5-15)	# Reuniones	% No asistencias / total reuniones
Ibex35	14,41	67,65	10,91	4,43
Elevada	11,64	95,45	10,41	3,04
Intermedia	10,42	93,94	9,61	5,44
Reducida	8,69	97,14	9,34	6,27
Total	11,24	87,90	10,03	4,96

Puede afirmarse que tanto el número medio de miembros del Consejo de Administración como su número medio de reuniones son crecientes en relación con el tamaño de la sociedad. Además, entre las sociedades de mayor dimensión los porcentajes de asistencia son más elevados en comparación con empresas de capitalización intermedia o reducida. Resulta reseñable que las empresas del Ibex35 son las que tienen un menor grado de cumplimiento de la recomendación del *Código Unificado*, según la cual su Consejo se debe situar entre 5 y 15 miembros. Es importante recordar que esta recomendación es genérica para todo tipo de sociedades, sin distinción de tamaño ni de estructura de propiedad.

## B.2. Tipología de consejeros y capital flotante

En la Tabla 7 se muestra la composición media de los Consejos de Administración para toda la muestra por grupos de tamaño. Esta composición es muy estable. Los consejeros ejecutivos rondan el 20%, los dominicales permanecen sobre el 45% y los independientes sobre el 33% tanto en 2009 como en ejercicios anteriores. Se mantiene además un patrón por grupos de tamaño, de modo que las empresas más grandes tienen, en términos relativos, más independientes y menos dominicales y ejecutivos.



**TABLA 7**  
**TIPOLOGÍA DE CONSEJEROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

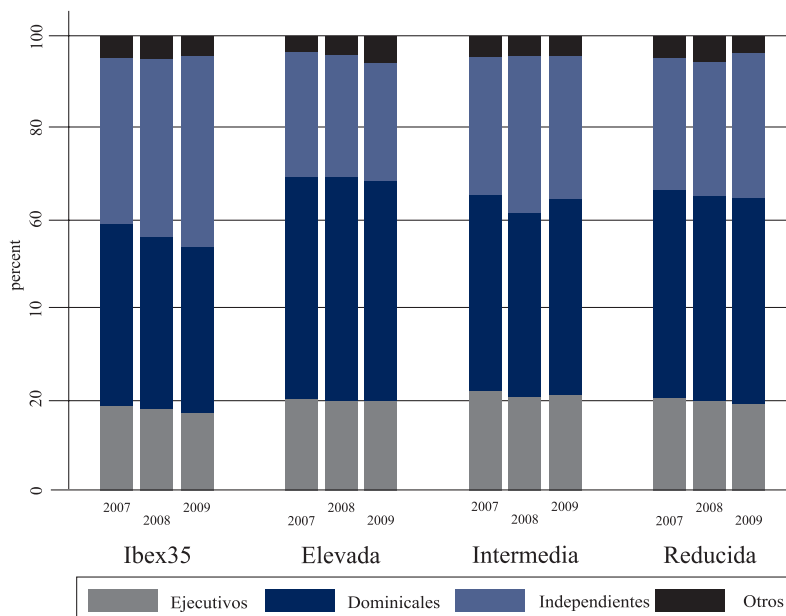
Porcentaje medio de cada tipo de consejeros que componen el Consejo de Administración. Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	Ejecutivos	Dominicales	Independientes	Otros
Ibex35	17,2	36,8	41,4	4,6
Elevada	19,5	48,4	25,9	6,2
Intermedia	20,7	43,3	31,4	4,4
Reducida	19,0	45,4	31,7	3,8
Total	19,1	43,0	33,3	4,6

La estabilidad en la composición del Consejo de Administración por grupos de tamaño desde 2007 queda manifiesta en la Figura 3.

**FIGURA 3**  
**COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Porcentaje medio de consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y otros de las empresas de la muestra en los tres últimos ejercicios. Datos referidos a 135 sociedades en 2007, a 130 sociedades durante el ejercicio 2008 y a 124 en 2009.





Desde 2007 las sociedades comunican la existencia de consejeros dominicales propuestos por menos de un 5% del capital social. El número de casos se ha reducido de las 34 sociedades en 2007 a las 28 en 2008, acabando en 25 sociedades en 2009. Sin embargo, no parecen existir problemas significativos de accionistas con menos del 5% del capital que hayan visto denegadas sus solicitudes de nombrar un consejero dominical cuando se hayan concedido con anterioridad a otro accionista de igual o menor participación en el capital. Esto solo ocurre en dos sociedades en 2007, en una en 2008 y en dos en 2009.

Adicionalmente, es posible computar el porcentaje de dominicales en los Consejos de Administración en relación con el porcentaje de capital en manos de accionistas significativos. Este ratio ha pasado de tomar un valor medio de 2,49 en 2004 a 0,97 en 2009, y en los últimos tres años ha permanecido estable. En consecuencia, se observa una gran proporcionalidad en valores medios que, sin embargo, muestra una elevada variabilidad entre empresas, ya que la mediana se mueve entre valores de 0,86 en 2004 a 0,73 en 2009. Este ratio de 0,73 indica que los accionistas significativos están infrarrepresentados en los Consejos de Administración.

Se puede medir una aproximación a la representatividad del capital flotante en los órganos de gobierno de las empresas por medio del ratio que relaciona el porcentaje de consejeros independientes en el Consejo con el porcentaje de capital flotante. Este ratio ha crecido desde un valor medio de 1,23 en 2004 hasta 1,87 en 2009. En este aspecto también hay mucha variabilidad, de forma que en 2009 la mitad de las empresas presentaban un ratio inferior o igual a 0,84.

En conjunto, desde el ejercicio 2004 se ha incrementado la representación del capital flotante en el Consejo de Administración a través de los consejeros independientes y se ha reducido la de los accionistas significativos a través de los consejeros dominicales. Se partía de una situación de infrarrepresentación del capital flotante y de sobrerrepresentación de los accionistas significativos que, con el tiempo, ha convergido hacia una situación más equilibrada.

### **B.3. Duración de los mandatos y diversidad de género en el Consejo**

La duración promedio de los consejeros en su cargo es próxima a los 7 años, y la de los consejeros independientes ronda los 6 años. Ambas magnitudes se han mantenido estables desde 2004 y cumplen la recomendación del *Código Unificado* de no superar tres mandatos de cuatro años para los consejeros independientes. Sin embargo, tan solo el



30% de las sociedades establece limitaciones al mandato de los consejeros independientes en los Estatutos Sociales o en el Reglamento del Consejo de Administración, lo que ya sucedía en 2008. Las empresas que cuentan con consejeros independientes que superan los 12 años de antigüedad suponen en 2009 un 32% de la muestra, mientras que en 2008 dicho porcentaje era del 28%. Los consejeros independientes que superan los 12 años de mandato tienen una antigüedad media en el cargo de 18,8 años, y ha bajado ligeramente de los 19,7 en 2008, si bien no se puede afirmar que haya una clara tendencia decreciente teniendo en cuenta la serie desde 2004. En la Tabla 8 se detallan estas magnitudes desagregadas por grupos de sociedades en función de su tamaño para el ejercicio 2009. Destacan las empresas de capitalización reducida por la menor duración de los mandatos, por la menor proporción de empresas con limitaciones en los mandatos y con menor proporción de consejeros independientes que superan los 12 años en el cargo.

**TABLA 8**  
**MANDATO DE LOS CONSEJEROS**

Duración media en el cargo de todos los consejeros, porcentaje de empresas que limitan el mandato de todos los consejeros, duración media en el cargo de los consejeros independientes, porcentaje de empresas que limitan el mandato de los independientes y porcentaje de empresas donde un consejero independiente supera los 12 años de antigüedad. Datos referidos a 124 empresas en 2009. Para el cómputo de la duración media de los consejeros independientes solo se consideran las 118 empresas que cuentan con consejeros independientes en 2009.

	# años cargo consejeros	% Empresas límite mandato	# años promedio independientes	% Empresas límite mandato independientes	% Empresas ind. superan 12 años
Ibex35	7,00	35,29	6,25	38,24	38,24
Elevada	8,23	27,27	7,00	36,36	40,91
Intermedia	6,78	36,36	6,37	24,24	30,30
Reducida	6,17	20,00	5,29	25,71	22,86
Total	6,93	29,84	6,14	30,65	32,26

La presencia de mujeres en los Consejos de Administración experimenta una tendencia creciente desde el 2004, momento en el que el porcentaje medio de mujeres en los Consejos era solo del 4%. En 2009 fue del 8,8%, lo que muestra un ligero aumento en relación con el 2008, en que era del 7,6%. También crece el porcentaje de empresas que cuentan con mujeres en los Consejos. Se ha pasado del 31% en 2004 a un 61% en 2009, porcentaje que también ha crecido ligeramente desde el 57,7% en 2008. Sin embargo, el porcentaje de empresas que declaran contar con procedimientos para fomentar la contratación de mujeres en sus Consejos se mantiene estable alrededor de un 45% desde 2007, ejercicio a partir del cual las empresas se pronuncian al respecto en el nuevo for-



mato de IAGC. La Tabla 9 presenta estos datos para 2008 y para 2009 por sociedades agrupadas según su tamaño.

**TABLA 9**  
**MUJERES EN CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN**

Porcentaje medio de mujeres en los Consejos de Administración y porcentaje de empresas con mujeres en su Consejo por grupos de capitalización y para toda la muestra. Desde 2007 también aparece el porcentaje de empresas que declara contar con procedimientos para fomentar la contratación de consejeras. Datos referidos a 130 sociedades durante el ejercicio 2008 y a 124 en 2009.

Agrupación por capitalización	2008			2009		
	% Mujeres	% Empresas	% Emp. fomentan	% Mujeres	% Empresas	% Emp. fomentan
Ibex35	8,20	71,43	65,71	9,78	76,47	67,65
Elevada	7,05	48,48	51,52	8,18	50,00	36,36
Intermedia	6,32	54,84	38,71	8,18	60,61	48,48
Reducida	8,85	54,84	22,58	8,80	54,29	28,57
Total	7,62	57,69	45,38	8,79	61,29	45,97

En términos de presencia de mujeres en los Consejos de Administración, las sociedades del Ibex35 muestran valores superiores en cualquiera de las magnitudes analizadas. La elevada presencia de mujeres en las empresas de reducida capitalización es atribuible a un reducido número de sociedades, siendo la agrupación de tamaño en la que no se detecta un incremento de presencia de mujeres respecto del 2008. Estos datos se deben a su menor implantación de procedimientos para fomentar la contratación de mujeres.

#### **B.4. Propuestas de nombramiento o reelección de consejeros**

La Comisión de Nombramientos y Retribuciones juega un papel central en el nombramiento y reelección de consejeros. Destaca la creciente relevancia de esta comisión a partir del ejercicio 2007, que pasó de proponer al 43% de los consejeros independientes en 2006 al 90% en 2007. En 2009 se mantuvo su mayor protagonismo, año en el que dicha Comisión propuso al 93% de los consejeros independientes, un porcentaje ligeramente superior al de 2008 (90%). En cuanto al resto de categorías de consejeros, también existe, aunque en menor medida, este incremento de la relevancia de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones: si en 2004 un 31% de estos consejeros fue propuesto por dicha Comisión, en 2008 lo era el 54%, y el 60% en 2009. Estas cifras son muy importantes si se considera que el *Código Unificado* solo recomienda que esta Comisión realice un





informe sobre la propuesta de los consejeros no independientes, no que los proponga. Si tenemos en cuenta el grueso de todos los consejeros se concluye que el 72% fue propuesto por esta Comisión en 2009, porcentaje superior al 66% que se registró en 2008.

Entre los consejeros ejecutivos también hay un 55,6% que en 2009 fueron propuestos por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Es un porcentaje superior al 51% de 2008, cifra que también ha sufrido un crecimiento importante desde el 30% en 2004. La Tabla 10 desagrega estos datos por las agrupaciones de tamaño de las sociedades. Todas las sociedades del Ibex35 y del grupo de capitalización intermedia cuentan con esta Comisión, siendo los porcentajes de propuesta por parte de esta última mucho más elevados en las empresas del Ibex35. A mayor tamaño se detecta mayor proporción de consejeros no independientes propuestos por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, y esta diferencia es más marcada en 2009 que en 2008.

**TABLA 10**  
**LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES**  
**EN LOS NOMBRAMIENTOS DE CONSEJEROS**

Porcentaje medio de consejeros propuesto por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, porcentaje sin computar los consejeros independientes, considerando solo consejeros independientes y considerando solo consejeros ejecutivos. También muestra el porcentaje de empresas en las que existe Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Para los consejeros independientes se ha supuesto la correcta aplicación de la definición vinculante de consejero independiente, que exige la propuesta por parte de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, excepto para las empresas que carecen de esta comisión. Datos referidos a 124 sociedades durante el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	% Medio de consejeros				% Empresas
	Todos	No Independientes	Independientes	Ejecutivos	CNR
Ibex35	91,34	83,89	100,00	83,33	100,00
Elevada	70,44	60,23	81,82	61,36	90,91
Intermedia	63,92	47,56	100,00	45,45	100,00
Reducida	60,72	46,72	85,71	34,76	88,57
Total	71,69	59,53	92,74	55,65	95,16

### B.5. Presencia de los consejeros en otras sociedades

Es frecuente que los consejeros ocupen cargos en otras sociedades, que aporten su experiencia de otros entornos empresariales y sus relaciones con consejeros y ejecutivos rele-



vantes para la Sociedad. En promedio, el 27,8% de los consejeros ocupan cargos de consejero en otras sociedades del grupo, porcentaje que se ha ido reduciendo sensiblemente cada año desde el 34% en 2004. El 27,4% de los consejeros independientes y el 16,6% de los ejecutivos ocupaban cargo de consejero en otras sociedades cotizadas en 2009. Dichos porcentajes suponen una reducción del 31,1% y el 22,4% del año 2004, respectivamente. En cuanto al año 2008, no hay cambios sustanciales entre los ejecutivos, pero sí hay un ligero incremento en los independientes (desde el 24%). Un número excesivo de cargos puede redundar en una pérdida de eficacia de la labor de los consejeros. Esto justifica que cerca del 44% de las sociedades imponga un límite del número de Consejos en los que puede servir un consejero. Este porcentaje es muy similar en 2008 y 2009, y sufrió un incremento sustancial respecto del 33% de 2007, primer año del nuevo formato del IAGC, con el que las sociedades empezaron a comunicar la existencia de estos límites. Pero ya con el anterior formato de IAGC las sociedades informaban de la existencia de consejeros en conflicto de interés (art 127 LSA), y el porcentaje de sociedades que comunican la existencia de consejeros en esta situación se ha incrementado desde el 10% en 2004 hasta un máximo del 24,4% en 2008, porcentaje que se ha estabilizado en 2009. En la Tabla 11 se desglosa este porcentaje por sociedades de diferente tamaño y se observa cómo esta situación es más frecuente entre las empresas de mayor tamaño.

En el *Informe Anual de Gobierno Corporativo* las sociedades también informan de la participación de sus consejeros en los Consejos de las sociedades que forman parte de sus accionistas significativos, y de cargos y participación en el capital de sociedades de similar género de actividad. En promedio unos 3 consejeros de cada sociedad ostenta el cargo de consejero en una sociedad que forma parte de los accionistas significativos, 1,3 declara tener otro tipo de vínculo con estos accionistas, 2,5 declaran participaciones en sociedades de similar género de actividad, y de éstos 1,8 declara ocupar cargo en estas sociedades. Estas cifras son relativamente estables desde 2004 cuando eran: 3 cargos de consejero en accionistas significativos, 1 consejero con otra relación con accionistas significativos, 3 consejeros con participación en sociedades de similar género de actividad y 2 consejeros que, además, ostentan cargo en estas sociedades, respectivamente. En 2009 no se registraron cambios sustanciales respecto de 2008. El número medio de consejeros por Sociedad se ha mantenido estable en un número próximo a los 11 consejeros desde 2004.

En la Tabla 11 aparecen los datos referentes al número medio de consejeros que también ejercen cargos en sociedades de similar género de actividad por agrupaciones de tamaño en 2009. Es frecuente encontrar consejeros que tienen participaciones o cargos en otras sociedades de similar género de actividad entre las empresas de mayor



tamaño. Esto se debe, en parte, al mayor tamaño de sus Consejos, por lo que en términos relativos es todavía más frecuente que estos casos se den en las empresas pequeñas.

**TABLA 11**  
**CONSEJEROS EN SOCIEDADES SIMILARES Y CONFLICTOS DE INTERÉS**

Número medio de consejeros con participaciones declaradas en otras sociedades de similar género de actividad (*# Participación*) y número medio de consejeros que, además, ostenta cargo en dichas sociedades (*# Cargo*). Para valorar estas magnitudes se muestra el tamaño medio de los Consejos de Administración (*# Total Consejeros*). También se muestra el porcentaje de sociedades que declaran tener algún consejero en situación de conflicto de interés (art. 127 ter. LSA). Datos referidos a 124 sociedades en 2009.

Agrupación por capitalización	Sociedades Similar Género Actividad		# Total Consejeros	Conflicto de interés
	#Participación	#Cargo		% Empresas
Ibex35	3,94	2,79	14,41	23,53
Elevada	2,64	2,00	11,64	31,82
Intermedia	1,88	1,30	10,42	12,12
Reducida	1,60	1,34	8,69	11,43
Total	2,50	1,85	11,24	18,55

## B.6. Presidente del Consejo ejecutivo

Es una práctica habitual que el Presidente del Consejo de Administración sea, a su vez, el primer ejecutivo de la compañía. Ocurre en el 64% de las sociedades en 2009, y se ha incrementado su frecuencia desde el 2004, cuando solo se daba en un 52% de los casos. Las sociedades pueden adoptar diversas medidas para evitar los riesgos derivados de la concentración de poder en una sola persona. En 2007 el 51% de las sociedades cuyo Presidente era el primer ejecutivo contemplaba poder solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día. Este porcentaje se incrementó hasta el 62% en 2008, y en 2009 se estabilizó en un 63%.

En general se observa un incremento en las atribuciones a los consejeros independientes como medida que atenúa la concentración de poder. En la Tabla 12 se presentan los datos referentes a la concentración de poder y a la utilización del consejero independiente con facultades especiales como medida de control.



**TABLA 12**  
**CONCENTRACIÓN DE PODER EN EL PRESIDENTE DEL CONSEJO**

Porcentaje de empresas en las que el Presidente del Consejo es el primer ejecutivo de la sociedad. Dentro de estas empresas se presenta además el porcentaje de las que declaran facultades especiales en un consejero independiente encaminadas a afrontar los riesgos derivados de la concentración de poder. Datos referidos a 130 sociedades para el ejercicio 2008 y a 124 para 2009.

Agrupación por capitalización	2008		2009	
	Presidente 1er ejecutivo	Facultades especiales Consejero Independiente	Presidente 1er ejecutivo	Facultades especiales Consejero Independiente
Ibex35	80,00%	57,14%	82,35%	64,29%
Elevada	51,52%	64,71%	45,45%	70,00%
Intermedia	64,52%	70,00%	63,64%	61,90%
Reducida	51,61%	56,25%	57,14%	60,00%
Total	62,31%	61,73%	63,71%	63,29%

Una mirada retrospectiva hacia los datos del Observatorio muestra que en 2004 las sociedades de mayor tamaño se caracterizaban por una mayor concentración de poder, y las diferencias respecto a las empresas de menor tamaño han ido creciendo con los años. En 2004 el 66% de las empresas del Ibex35 contaba con esta dualidad Presidente del Consejo y primer ejecutivo, y lo mismo ocurría en el 51% de las empresas de reducida capitalización. En 2008 estos porcentajes se sitúan en el 80% y 51,6%, respectivamente, y se mantienen en niveles parecidos en 2009. Por lo tanto, el riesgo potencial se da con mayor frecuencia en las empresas de mayor tamaño de forma persistente en el tiempo, y la tendencia ha sido al alza. Entre las sociedades con este riesgo no hay una especial presencia de la figura del consejero independiente con facultades especiales como medida de control en las empresas grandes, aunque las empresas del Ibex35 son las que más esfuerzos han realizado respecto al año 2008.

### **C. COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Los Consejos de Administración cuentan en promedio con 2,7 comisiones, y no ha habido variaciones significativas en los últimos años. En 2004 este promedio era de 2,5 comisiones. La Comisión de Auditoría, que es obligatoria, está presente en todas las sociedades. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones, presente en el 95%



de las sociedades analizadas en 2009, se ha implementado de forma significativa en más sociedades desde 2004, momento en el que estaba presente en el 75,4% de las mismas. La Comisión Ejecutiva es el tercer tipo de comisión con más implantación, presente en el 45% de las sociedades analizadas. Este porcentaje era del 50% en 2004 y se ha ido reduciendo cada año, ya que estaba presente en el 47% de las sociedades en 2008. La Comisión de Estrategia e Inversiones tiene una presencia menor –el 13,7% de las sociedades analizadas en 2009–, aunque en 2004 su presencia era aún más reducida con el 10% de las sociedades. La Tabla 13 resume la tipología de comisiones que tienen constituidas las sociedades agrupándolas para 2009 en niveles de capitalización. Tal y como viene registrándose desde 2004, las sociedades de mayor tamaño tienen un mayor número de comisiones, lo que apunta a que la dimensión provoca una mayor complejidad organizativa al introducir más órganos de gobierno. Además, la Comisión Ejecutiva es la que presenta más diferencias entre las sociedades grandes y las sociedades pequeñas, ya que solo figura en un 14,29% de las sociedades de capitalización reducida.

**TABLA 13**  
**COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Número medio de comisiones por empresa (#comisiones), el porcentaje de empresas que dispone de cada tipo de comisión. «CNR» indica la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

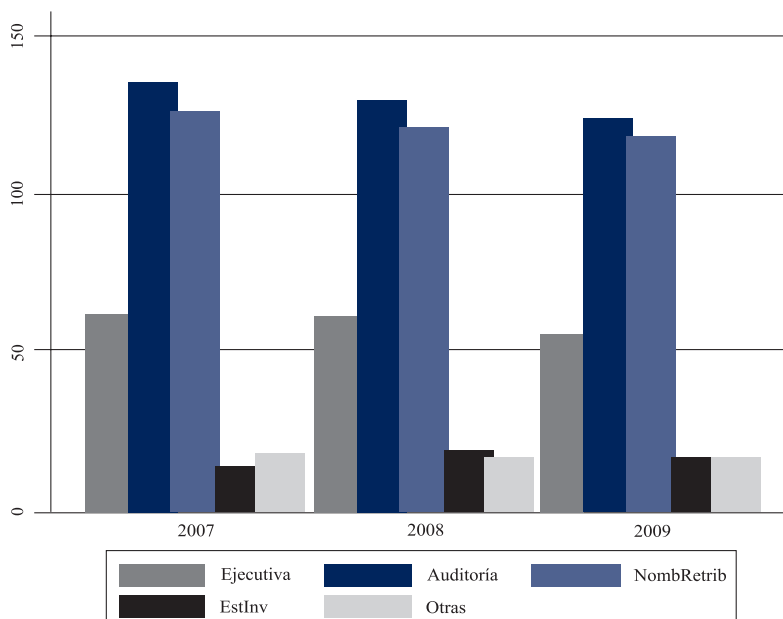
Agrupación por capitalización	# Comisiones	% de Empresas con comisiones			
		Ejecutiva	CNR	Estrateg. Invers.	Otras
Ibex35	3,41	79,41	100,00	14,71	32,35
Elevada	2,64	50,00	90,91	13,64	9,09
Intermedia	2,58	39,39	100,00	15,15	3,03
Reducida	2,23	14,29	88,57	11,43	8,57
Total	2,72	45,16	95,16	13,71	13,71

La Figura 4 contiene, desde el año 2004, la evolución del número de sociedades con cada tipo de comisiones, y con presencia de otras comisiones. En ella se observa cómo la Comisión de Nombramientos y Retribuciones es la comisión no obligatoria que más implementación ha tenido en estos últimos años y que se está acercando a la de la Comisión de Auditoría.



**FIGURA 4**  
**COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Número de empresas con Comisión Ejecutiva, con Comisión de Auditoría, con Comisión de Nombramientos y Retribuciones, con Comisión de Estrategia e Inversiones, y otras comisiones. El número de sociedades con Comisión de Auditoría coincide con el número de empresas en la muestra en cada ejercicio. Datos referidos a 118 sociedades durante el ejercicio 2004, a 119 en el ejercicio 2005, a 126 en 2006, a 135 en 2007, a 130 en 2008 y a 124 sociedades durante el ejercicio 2009.



### C.1. La Comisión Ejecutiva

El *Código Unificado* (R42) recomienda que la estructura de la Comisión Ejecutiva sea similar a la del Consejo de Administración. Este Observatorio calcula el coeficiente de correlación entre la participación porcentual de cada tipología de consejeros en el Consejo de Administración y en la Comisión Ejecutiva para valorar su cumplimiento. El coeficiente de correlación medio de las empresas que cuentan con esta comisión fue de 0,74 en 2009, valor muy similar al de los ejercicios anteriores. Únicamente hay 3 sociedades que presentan correlación negativa en los últimos ejercicios analizados. A pesar de la elevada correlación mencionada, cabe destacarse que los consejeros ejecutivos tienen una sobrerrepresentación en esta comisión. La Tabla 14 muestra cómo en 2009 se produjo este efecto en todos los grupos de tamaño ana-



lizados, comportamiento que es estable desde 2004. La Tabla 14 ofrece información sobre la composición, tamaño y número de reuniones de la Comisión Ejecutiva por grupos de tamaño.

**TABLA 14**  
**COMISIÓN EJECUTIVA**

Coefficiente de correlación medio entre la composición del Consejo de Administración y la composición de la Comisión Ejecutiva. «Ejecutivos CA» indica el porcentaje medio de consejeros ejecutivos en el Consejo de Administración, y «Ejecutivos CE» en la Comisión Ejecutiva. Ambos porcentajes consideran solo las empresas con Comisión Ejecutiva. «Presidente Ejecutivo» es el porcentaje de empresas con esta comisión en las que el Presidente es ejecutivo. «#Consejeros y # Reuniones» se refiere al número medio de consejeros y de reuniones anuales de la Comisión Ejecutiva. Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	Correlación	Ejecutivos CA (%)	Ejecutivos CE (%)	Presidente Ejecutivo (%)	# Consejeros	# Reuniones
Ibex35	0,77	17,5	34,0	88,89	6,63	14,00
Elevada	0,81	16,6	26,2	72,73	5,82	10,64
Intermedia	0,60	20,9	37,1	69,23	4,83	10,15
Reducida	0,70	17,4	36,7	80,00	4,40	8,80
Total	0,74	18,1	33,4	80,36	5,87	11,98

Tal y como se desprende de la Tabla 14, en la mayoría de los casos el Presidente de esta comisión es un consejero ejecutivo, sobre todo en las empresas del Ibex35. El tamaño medio ronda los 6 consejeros que se reúnen prácticamente una vez al mes. Ambas magnitudes se incrementan con el tamaño de las sociedades, lo que es consecuencia de su mayor complejidad. Estos patrones se repiten desde 2004 y no hay variaciones significativas respecto de 2008.

### C.2. Comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones

Las labores de supervisión y de control del equipo directivo de la Sociedad corresponden a las comisiones de Auditoría y a la de Nombramientos y Retribuciones. El *Código Unificado* recomienda que estén formadas exclusivamente por consejeros externos y que su Presidente sea un consejero independiente. También recomienda para la Comisión de Nombramientos y Retribuciones que la mayoría de sus miembros sean independientes. En la Tabla 15 figuran los datos referentes al papel de los consejeros no ejecutivos en estas comisiones.



La presencia de consejeros ejecutivos es muy reducida en la Comisión de Auditoría, siendo el 95,3% no ejecutivos (independientes, dominicales y otros), proporción más acentuada en las empresas grandes. Se ha evolucionado, al respecto, desde 2004, cuando los no ejecutivos eran el 92%, pero en todos los ejercicios las empresas del Ibex35 han registrado valores superiores o iguales al 97,5%. En cuanto a los consejeros independientes, representan en promedio el 51% de esta comisión y, a pesar de que no se detecta un patrón claro con el tamaño de las sociedades, su presencia es mayor en las empresas del Ibex35. Lo que sí ha variado sustancialmente desde 2004 es el porcentaje de empresas en las que el Presidente de esta comisión es un consejero independiente, pasando de un 64% en 2004 a un 81% en 2009, una variación significativa. Finalmente, el tamaño medio de la Comisión de Auditoría es de 3,76 consejeros que se reúnen unas 6 veces al año, magnitudes que crecen con el tamaño de las sociedades, permaneciendo los valores estables en 2004.

En la Comisión de Nombramientos y Retribuciones se detectan patrones de comportamiento similares a los de la Comisión de Auditoría en cuanto a la participación de consejeros no ejecutivos, y de consejeros independientes, se refiere. En promedio, en 2009 el 53% de sus miembros eran independientes, el 94% eran no ejecutivos, y en un 78% de las empresas analizadas el Presidente era un consejero independiente. Desde 2004 ha evolucionado, incrementándose ligeramente, la participación de los consejeros independientes y de los no ejecutivos desde el 49% y el 90%, respectivamente. Las sociedades del Ibex35 destacan en ambas magnitudes, que no presentan variación sustancial desde 2008. El cambio más significativo también se ha producido en el porcentaje de sociedades con un Presidente consejero independiente, pasando de un 53% en 2004 a un 78% en 2009, con un avance importante desde 2008, aumentando desde el 73%. El tamaño medio de esta comisión es de 3,6 miembros que se reúnen 4,7 veces al año, y ambas magnitudes crecen con el tamaño de la sociedad. Estas prácticas no han variado respecto a 2008, y se han mantenido muy estables desde 2004.





TABLA 15

**COMISIONES DE AUDITORÍA Y DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES**

En las comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones. «% *Indep*» recoge el porcentaje medio de consejeros independientes. «% *No Ejecutivos*» es el porcentaje de consejeros no ejecutivos por empresa en estas comisiones. «*Presid. Independ.*» es el porcentaje de empresas en las que el Presidente de la Comisión es un consejero independiente. Datos referidos a 130 sociedades para el ejercicio 2008, y a 124 en 2009. En la Comisión de Nombramientos y Retribuciones los datos solo se refieren a las 121 sociedades que tienen esta comisión en 2008, y a las 118 que la tienen en 2009.

Comisiones	Auditoría			Nombramientos y Retribuciones		
	% Independ.	% No Ejecutivos	Presid. Independ.	% Independ.	% No Ejecutivos	Presid. Independ.
Ibex35	58,4	97,5	94,1%	61,7	96,9	85,3%
Elevada	37,0	97,0	63,6%	39,5	95,5	65,0%
Intermedia	54,1	93,8	84,8%	51,0	94,7	78,8%
Reducida	48,4	93,6	77,1%	52,8	89,7	77,4%
Total 2009	50,6	95,3	81,5%	52,6	94,1	78,0%
Total 2008	51,7	95,1	76,2%	52,6	93,8	72,7%

En resumen, se puede afirmar que desde 2004 se ha incrementado ligeramente en ambas comisiones la presencia de consejeros independientes y de consejeros no ejecutivos, y que se ha avanzado en el cumplimiento de la recomendación de situar a consejeros independientes como Presidentes, aunque todavía aproximadamente un 20% de empresas no cumplen con esta recomendación.

Finalmente, en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones se recomienda que la mayoría sea consejeros independientes. En este caso se han producido pocos avances desde 2004, cuando esto ocurría en un 43% de las empresas. En 2009 solo cumplieron esta recomendación el 47% de las sociedades. Además, se ha producido un retroceso respecto a 2008, pasando del 51% de las sociedades que tenían mayoría de independientes en esta comisión al 47% en 2009, retroceso que también se ha producido en las empresas del Ibex35 (del 65% al 59%). Parece que en los últimos ejercicios las sociedades se han esforzado en situar a independientes en la presidencia de esta Comisión, pero no en situar a una mayoría de independientes en la misma. Ello puede ser debido a motivos de eficiencia organizativa, o bien a que los aspectos sobre los que decide, tales como el nombramiento de nuevos consejeros y su retribución, se consideren poco adecuados para este perfil de consejeros.



## D. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

### D.1. Selección, Reelección y Rotación de consejeros

El proceso de selección de los consejeros tiene como objetivo garantizar la debida representatividad del Consejo y la competencia, solvencia y experiencia de los candidatos seleccionados. El *Código Unificado* recomienda que el nombramiento o reelección de los consejeros independientes sea propuesto por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, y que en los otros tipos de consejeros esta Comisión elabore un informe previo. En 2009 cumplió esta recomendación el 100% de las sociedades del Ibex35 y el 92% de las sociedades analizadas. Además, se observa una clara tendencia hacia su cumplimiento partiendo del 2007, momento en que la cumplía el 89% de las sociedades y el 91% de las del Ibex35. Tal y como se refleja en la Tabla 10, las sociedades suelen ir más allá. Esta Comisión también juega un papel importante en la propuesta de los consejeros ejecutivos y de los consejeros dominicales.

El cese de un consejero es además un aspecto importante para los códigos de buen gobierno, sobre todo si se trata de consejeros independientes. El *Código Unificado* recomienda que el Consejo de Administración no proponga el cese de ningún consejero independiente antes del cumplimiento del período estatutario para el que hubiera sido nombrado, salvo cuando concurra justa causa, apreciada por el Consejo, previo informe de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Esto constituye una práctica habitual en las empresas analizadas. En el ejercicio 2009 el 85% de las sociedades analizadas declaró funcionar de este modo, y en las empresas del Ibex35 la aceptación de esta práctica fue aún mayor –88%–. No hay diferencias significativas respecto al 2008 ni al 2007.

En lo tocante a los consejeros dominicales, el *Código Unificado* recomienda que dimitan cuando pierdan el apoyo accionarial por debajo de ciertos límites. El 90% de las sociedades, y el 97% de las sociedades del Ibex35 en 2009, declararon contemplar esta situación, una práctica que se cumple de forma creciente desde el ejercicio 2007.

### D.2. Sesiones e información a los consejeros y evaluación periódica

Para un funcionamiento efectivo del Consejo de Administración el *Código Unificado* recomienda que se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar con eficacia sus fun-



ciones, siguiendo el programa de fechas y asuntos que se establezca al inicio del ejercicio, pudiendo cada consejero proponer otros puntos del orden del día inicialmente no previstos. Esta práctica está muy extendida entre las sociedades ya que se da en el 94% del total y es similar a la de ejercicios anteriores. Los datos sobre inasistencias observados en la Tabla 6, en el apartado del Consejo de Administración, son inferiores al 5% del total de reuniones.

El *Código Unificado* recomienda en el caso de los consejeros no ejecutivos que puedan recabar la información adicional que juzguen precisa sobre asuntos de la competencia del Consejo. Esta práctica está extendida en la mayoría de las empresas. Otro aspecto relevante para que los consejeros puedan realizar su labor es que obtengan de la sociedad el asesoramiento preciso para el cumplimiento de sus funciones. El 92% de las sociedades arbitra los cauces adecuados para el ejercicio de este derecho que, en circunstancias especiales, podrá incluir el asesoramiento externo. En 2007 y 2008 las empresas grandes lideraban la aplicación de esta práctica. En 2009 lo hicieron las empresas de capitalización intermedia, con un 97% de seguimiento.

Una recomendación habitual para el buen gobierno es la autoevaluación periódica. En este sentido el *Código Unificado* recomienda que el Consejo en pleno evalúe una vez al año la calidad y eficiencia del funcionamiento del Consejo, así como el desempeño del Presidente del Consejo, del primer ejecutivo de la compañía y el funcionamiento de sus comisiones, partiendo del informe que éstas reporten.

En comparación con otras recomendaciones de buen gobierno referentes al funcionamiento del Consejo de Administración, la autoevaluación periódica no es una práctica tan extendida en las grandes empresas españolas cotizadas en el mercado continuo. En 2009 la aplicó el 69% de las sociedades, si bien es cierto que se detecta una clara tendencia a adoptarla. En 2007 lo hacía el 62% de las sociedades y en 2008 se pasó al 68%. Las sociedades más visibles, esto es, las del Ibex35, son esencialmente las que han apostado de forma clara por la autoevaluación. De este modo, en 2007 el 68% de las mismas la practicaba, en 2008 se pasó al 80% y en 2009 ya lo hizo el 82%.

### **D.3. Normas internas, conflicto de intereses y control de riesgos**

Las sociedades cotizadas se dotan de un conjunto de reglas que regulan el funcionamiento de sus órganos de gobierno relacionadas con potenciales conflictos de interés de sus consejeros.



Según lo previsto en el artículo 127 de la ley de Sociedades Anónimas, el 18% de las sociedades declara tener consejeros que se han encontrado en situación de conflicto de interés durante el ejercicio, y ello afecta al 23% de las sociedades del Ibex35. Las sociedades del Ibex35 de capitalización elevada tienen una mayor presencia de estos casos que las demás, lo que se ha venido repitiendo en los últimos ejercicios.

Las sociedades analizadas disponen también de normas que obligan a los consejeros a informar y, cuando corresponda, a dimitir, en los casos en los que puedan perjudicar el crédito y reputación de la sociedad. Esta normativa se daba en el 90% de las sociedades en 2007, y se situó en el 98% en 2009. El 100% de las sociedades del Ibex35 y de capitalización elevada cuenta con esta normativa.

Resulta fundamental un sistema de control de riesgos eficiente, sobre todo en una situación de crisis económica como la actual. Tal y como se desprende de la Tabla 16, la crisis se hace notar en el incremento de sociedades que declaran la materialización de alguno de los riesgos que afectan a la sociedad. Las cifras son especialmente significativas entre las empresas grandes. El 73,5% de las sociedades del Ibex35 se ha declarado al respecto, así como el 54,5% en el caso de las sociedades de elevada capitalización.

En la práctica totalidad de las sociedades el pleno del Consejo es el que aprueba la política de control y de gestión de riesgos, así como el seguimiento de los sistemas de información y de control. Esto ocurre en el 96% de las sociedades, el 97% de las empresas del Iberx35, y no ha habido variaciones significativas en los últimos ejercicios. Además, resulta habitual que un órgano de gobierno supervise los dispositivos de control de riesgos. Así ocurre en el 94,3% de las empresas y en el 100% de las empresas grandes, y no hay grandes variaciones en los últimos ejercicios. En se reflejan estos datos para los ejercicios 2008 y 2009.

El *Código Unificado* sugiere en su recomendación nº. 49 que la política de control de riesgos identifique al menos los distintos tipos de riesgos a los que se enfrenta la sociedad, el nivel de riesgo aceptable, las medidas previstas para mitigar el impacto de los riesgos que pudieran materializarse y los sistemas de información y control interno que se utilizarán para controlar y gestionar dichos riesgos. Esto es una práctica habitual en las empresas analizadas. El 96% de las sociedades declara tenerla implementada, así como el 100% de las del Ibex35. Las sociedades del Ibex35 son las que más siguen esta recomendación con el 97% de los casos.



**TABLA 16**  
**PORCENTAJES DE SOCIEDADES QUE INCORPORAN DIVERSAS PRÁCTICAS DE CONTROL DE RIESGOS**

Porcentaje de sociedades que incorporan los controles de riesgos mencionados y que declaran la materialización de alguno de los riesgos previstos en el ejercicio. Datos pertenecientes a 130 sociedades para el ejercicio 2008 y a 124 en el ejercicio 2009.

Aspectos del sistema de control de riesgos	Ejercicio	Agrupación por capitalización				
		Ibex35	Elevada	Intermedia	Reducida	Total
Se han materializado riesgos que afectan a la empresa o al grupo durante el ejercicio	2008	54,3	48,5	16,1	22,6	36,2
	2009	73,5	54,5	33,3	31,4	47,6
Existe un órgano de gobierno encargado de supervisar los dispositivos de control de riesgos	2008	100,0	97,0	93,5	87,1	94,6
	2009	100,0	100,0	91,0	88,5	94,3
El pleno del Consejo se reserva la aprobación de la política de control y de gestión de riesgos, así como el seguimiento de los sistemas internos de control y de información	2008	97,1	93,9	96,8	96,8	96,2
	2009	97,1	100,0	93,9	94,3	96,0
Recomendación 49 <i>Código Unificado</i>	2008	100,0	90,9	83,9	96,8	93,1
	2009	100,0	95,4	91,0	97,1	96,0

## E. RETRIBUCIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Las sociedades informan en su IAGC de la retribución global al Consejo de Administración. En el año 2009 dicha retribución fue, en promedio, de 3,66 millones de euros, de los cuales 0,35 millones provienen de la retribución en otras empresas del grupo por los cargos que los consejeros ocupan en ellas. Esta remuneración se ha incrementado en promedio un 8,8% respecto al ejercicio 2008. Tal y como se desprende de la Tabla 17, las empresas del Ibex35 son las que registran un mayor incremento (19,3%). Por sectores hay grandes variaciones, especialmente en Petróleos y Energía y en Inmobiliarias. El primero registra un incremento del 40% respecto del 2008, y el segundo una reducción del 34%. Sin embargo, los grandes incrementos en las empresas del Ibex35 y en el sector Petróleo y Energía proceden del cambio en el control de Endesa. Sin considerar a esta empresa, el incremento en la remuneración media de los Consejos de las empresas del Ibex35 es solo del 7,5%, y en las empresas del sector Petróleo y Energía incluso se ha reducido el 8%. Esta circunstancia afecta a todas las empresas, ya



que con su eliminación el incremento en la remuneración promedio de los Consejos se reduce a un 1,5%.

En cuanto a la composición de la remuneración del Consejo se refiere, la Tabla 17 muestra una reducción significativa en el componente fijo del 44% en 2004 al 36% en 2009. Sin embargo, los datos del 2009 están claramente afectados por los acontecimientos en Endesa. Si no se considera a esta última, la parte fija de la remuneración se sitúa, en promedio, en un 39%, igual que en 2008 para el conjunto de sociedades. Dejando de lado la influencia de Endesa, no se registran cambios reseñables en los datos de su sector ni de las empresas del Ibex35, donde la remuneración fija se sitúa en un 38% y en un 37%, respectivamente. Finalmente, cabe destacar que el sector de Inmobiliarias es el que ha sufrido una mayor variación en la proporción fija de la remuneración de sus Consejos, lo que resulta consistente con que la reducción del 34,5% de la misma se haya debido, esencialmente, a un descenso en la remuneración variable.

**TABLA 17**  
**COMPOSICIÓN DE LA RETRIBUCIÓN**

Media de la retribución total de los Consejos de Administración (agregada por sociedad y por grupo) en miles de € y su porcentaje, que es fijo. Datos referidos a 135 sociedades en 2007, a 130 en 2008 y a 124 durante el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	2007		2008		2009	
	Total miles	% Fija	Total miles	% Fija	Total miles	% Fija
Ibex35	7.794	36%	7.271	40%	8.679	34%
Elevada	3.296	34%	3.563	34%	3.704	30%
Intermedia	1.108	48%	1.465	44%	1.554	48%
Reducida	621	46%	655	52%	755	57%
Agrupación						
Petróleo Energía	5.806	32%	5.217	41%	7.354	24%
Mat. Ind. y Cons	3.017	32%	2.621	34%	2.707	32%
Bienes Consumo	1.556	44%	1.664	46%	1.940	41%
Serv. Consumo	2.872	43%	2.795	46%	3.228	46%
Serv. Financieros	4.731	33%	6.891	34%	7.051	35%
Tecnol. Comunic.	5.357	46%	5.893	41%	6.471	39%
Inmobiliaria	2.858	43%	2.547	44%	1.668	57%
Total	3.273	37%	3.367	39%	3.664	36%



Tras una reducción de la remuneración fija hasta 2006, en la Tabla 17 se observa una estabilización de su porcentaje por debajo del 39% de 2008. Durante todo el período se observan incrementos en la remuneración total, aunque se estabiliza en 2009 (apenas hay variación a nivel agregado si se eliminan los datos de Endesa).

Para relativizar estas magnitudes en una base homogénea, la Tabla 18 muestra la relación existente entre la suma de remuneraciones de los Consejos de Administración y la suma de beneficios de las sociedades. Puesto que en los últimos ejercicios hay numerosas empresas con pérdidas, lo que es un claro reflejo de la crisis, para la comparación entre resultados y remuneración se separan las empresas con pérdidas de las empresas con beneficios. En esta tabla figuran los datos de las 123 empresas comunes que pertenecen a la muestra de 2007 a 2009.

En el panel A figuran los datos agregados de las sociedades que obtuvieron beneficios. En 2007 hubo 111 empresas que pagaron en total 411 millones de euros a sus consejeros y que obtuvieron 54 mil millones de euros de beneficio, lo que implica una retribución media de 3,7 millones de euros por Consejo y un beneficio medio de 490 millones de euros por empresa. En 2008 hubo menos empresas que tuvieron beneficios –97–, pero si se realiza el mismo cálculo se obtiene una remuneración media por Consejo de 3,8 millones de euros y un beneficio medio de 519 millones de euros. En 2009 la remuneración media fue de 4,8 millones de euros por Consejo (4,5 millones si no se considera la reestructuración en Endesa) para obtener un beneficio medio de 560 millones de euros por empresa. Por lo tanto, en las sociedades con beneficios se incrementa en promedio la remuneración y el beneficio de las empresas, aunque en 2009 el incremento en la remuneración fue mayor que los incrementos anuales en los beneficios.

En el panel B de esta tabla figuran los mismos datos para las empresas con pérdidas. En ella se observa que en 2007 hubo 12 empresas que tuvieron una media de 60 millones de euros de pérdidas y que pagaron una media de 0,72 millones de euros a sus Consejos. Aunque esto es muy inferior a lo que pagaron las empresas con beneficios a sus Consejos (en promedio 3,7 millones de euros), estas empresas también son de menor tamaño. En 2008 la remuneración media por Consejo fue de 2,2 millones de euros, y la pérdida media de 384 millones de euros. Estas 26 sociedades retribuyeron más y obtuvieron un menor beneficio que en 2007. Finalmente, en 2009, con 42 sociedades en régimen de pérdidas, la retribución media del Consejo se situó en 1,4 millones de euros, y la pérdida media en 112 millones de euros. Por lo tanto, de 2008 a 2009 se redujo la remuneración media al Consejo cuando las pérdidas también lo hicieron. Este comportamiento es indicativo de que los programas de incentivos a los consejeros son sensibles

a los resultados pasados. El importante incremento en las pérdidas de 2008 se ve reflejado en una gran reducción de la remuneración de los Consejos en 2009.

La remuneración total de los Consejos de las 123 empresas analizadas ha pasado, globalmente, de 420 millones en 2007 a 452 millones en 2009, lo que supone un incremento de 32 millones de euros. Pero si no se tienen en cuenta los costes de la reestructuración del Consejo de Endesa el incremento es de solo 2,3 millones de euros. Por lo tanto, la remuneración global de los Consejos se ha estancado en un período en el que los beneficios han pasado de 54 mil millones de euros en 2007 a 45 mil millones de euros en 2009 –una reducción del 17%–, y se ha generado un total de 15 mil millones en pérdidas. En este sentido, la remuneración de los Consejos a nivel agregado muestra rigideces a las bajadas de beneficios que no se pueden explicar únicamente por las sociedades que obtienen pérdidas.

**TABLA 18  
REMUNERACIÓN DEL CONSEJO Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES**

La tabla recoge la suma de la remuneración de los Consejos de Administración y la suma de los resultados de las sociedades dentro de cada sector analizado y en total. En el Panel A figuran los datos de las empresas con resultados positivos, en el Panel B los de las que obtienen resultados negativos. En cada panel figura además el número de empresas a las que se refieren los datos. Estos datos hacen alusión a las 123 empresas que pertenecen a la muestra común en 2007, 2008 y 2009. Los resultados y la remuneración figuran en millones de euros.

Agrupación por sectores de actividad	2007			2008			2009		
	Remuneración	Resultado	# Soc	Remuneración	Resultado	# Soc	Remuneración	Resultado	# Soc
<b>Panel A: Empresas con Resultados positivos</b>									
Petróleo y Energía	68,75	11.065	12	58,01	15.250	11	85,73	10.553	11
Materiales, Ind. y Construcción	80,69	5.272	28	71,34	4.280	26	69,83	4.705	20
Bienes de Consumo	44,55	2.335	27	40,11	2.103	23	44,13	2.100	19
Servicios de Consumo	45,88	1.844	12	42,19	1.243	14	39,18	1.013	10
Servicios Financieros	99,29	22.241	16	116,93	19.652	15	112,54	18.408	15
Tecnología y Comunicaciones	31,47	9.090	5	34,50	7.806	5	35,98	7.980	3
Inmobiliaria	40,65	2.517	11	2,40	62	3	5,19	621	3
<b>Total Panel A</b>	<b>411,29</b>	<b>54.364</b>	<b>111</b>	<b>365,48</b>	<b>50.396</b>	<b>97</b>	<b>392,56</b>	<b>45.382</b>	<b>81</b>
<b>Panel B: Empresas con Resultados negativos</b>									
Petróleo y Energía	.	.	0	2,55	-46	1	2,52	-54	1
Materiales, Ind. y Construcción	0,73	-33	1	4,62	-402	3	8,81	-838	9
Bienes de Consumo	2,97	-78	3	10,81	-353	7	14,06	-583	11
Servicios de Consumo	2,90	-152	4	2,54	-67	2	12,47	-519	6
Servicios Financieros	.	.	0	0,22	-36	1	0,28	-19	1
Tecnología y Comunicaciones	0,67	-102	1	0,86	-79	1	2,85	-89	3
Inmobiliaria	1,42	-355	3	34,93	-9.003	11	18,16	-2.621	11
<b>Total Panel B</b>	<b>8,70</b>	<b>-719</b>	<b>12</b>	<b>56,52</b>	<b>-9.985</b>	<b>26</b>	<b>59,16</b>	<b>-4.723</b>	<b>42</b>
<b>Total remuneración (Panel A+B)</b>	<b>419,99</b>			<b>422,00</b>			<b>451,72</b>		





Al nivel del sector Industrial destacan las empresas del sector inmobiliario por las elevadas pérdidas de 2008 y 2009. La remuneración global de sus Consejos sufrió una fuerte caída en 2009, consistente con programas de incentivos basados en resultados pasados. En el sector de Servicios Financieros se redujeron los beneficios y se incrementó la remuneración en 2008 (las empresas con beneficio pasaron de 22 mil millones a 19 mil millones euros de beneficio, y de pagar 99 millones a 117 millones de euros a sus Consejos), pero en 2009 se redujo la retribución del Consejo (de 117 a 112 millones de euros) junto con el beneficio (de 19,6 mil millones a 18,4 mil millones de euros), también consistente con programas de incentivos basados en resultados pasados. Finalmente, cabe destacar que en Petróleo y Energía se redujeron los beneficios de las 11 empresas con resultados positivos en 2009, pero el incremento en la remuneración total de los Consejos es en realidad una disminución si no se considera la reestructuración del Consejo de Endesa.

Cabe resaltar que este análisis es meramente descriptivo y que no pretende explicar de forma completa el efecto de la crisis sobre la remuneración de los Consejos de Administración. Es lógico esperar que los sistemas de remuneración de los consejeros incluyan aspectos complejos no analizados en este punto.

Los consejeros también son remunerados con otros beneficios que no se incluyen en las cifras anteriores por la falta de homogeneidad en las magnitudes. En el IAGC se informa de anticipos, créditos, aportaciones y obligaciones contraídas con fondos y planes de pensiones, primas de seguros de vida y garantías constituidas a favor de los consejeros. Podemos resumir el análisis pormenorizado de los datos diciendo que en 2009, al igual que en 2008, los créditos, las obligaciones contraídas con fondos y planes de pensiones y las garantías muestran valores elevados en el sector de Servicios Financieros y que están concentrados en unas pocas sociedades. En el sector Petróleo y Energía se produce un incremento importante en garantías y en obligaciones contraídas con fondos y planes de pensiones en 2008, pero en 2009 se vuelve a los niveles de 2007, donde solo destacan las garantías constituidas a favor de los consejeros.

### **E.1. Retribución individual media de los consejeros**

A partir de la información publicada en los IAGC es posible realizar una aproximación sobre la remuneración individual por tipología de consejero. En estos informes figura la remuneración total por tipología de consejero y el número de consejeros que hay de cada tipo. Sin embargo, un aspecto reseñable en los datos de 2009 es la distorsión que intro-



duce la reestructuración del Consejo de Administración de Endesa. Esta distorsión es especialmente relevante en la remuneración de los consejeros ejecutivos para las empresas del Ibex35 y para las del sector Petróleo y Energía. Para evitarla se ha reducido la cantidad pagada, tal y como se detalla en el IAGC.

El ejercicio 2009 es especial en cuanto a resultados empresariales se refiere porque se produce una reducción importante en los beneficios totales de las empresas analizadas y además crece el número de empresas que entran en pérdidas, aunque, como se puede ver en la Tabla 18, el importe agregado de estas pérdidas en 2009 es muy inferior al de 2008. En este contexto, en 2009 se registró un incremento del 11,3% en la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos. Al mismo tiempo se redujo la remuneración individual media del resto de tipologías de consejeros: en un 1,4% para los dominicales y en un 2,6% para los independientes. Incluso los altos directivos que no son consejeros vieron reducida en un 0,62% su remuneración media individual. Por grupos de tamaño destaca el incremento del 30,3% para los consejeros ejecutivos en las empresas de reducida capitalización, junto a una reducción del 8,4% para los altos directivos no consejeros y del 20% para los consejeros dominicales. En las sociedades del Ibex35 también se produjo un incremento importante –20%– en la remuneración de los consejeros ejecutivos. Por sectores de actividad, se detectan reducciones de alrededor del 6% en la remuneración media individual de los consejeros ejecutivos de dos sectores, Petróleo y Energía y Tecnologías y Comunicaciones. En Servicios de Consumo y en Inmobiliarias también se detectan reducciones cercanas al 4% para estos consejeros. Si analizamos el incremento en la retribución individual media de los consejeros ejecutivos destaca Materiales Básicos, Industria y Construcción con un aumento del 40%, Bienes de Consumo con un 23% y Servicios Financieros con un 16,7%.

Es importante resaltar que estas observaciones apenas se ven influidas por variaciones temporales en la ejecución de opciones por parte de los ejecutivos. La proporción que representan estas opciones sobre la remuneración media de todos los consejeros ejecutivos es del 4,6% en 2009, del 2,8% en 2008 y del 3,5% en 2007<sup>3</sup>. Pero, tal y como ocurrió en Endesa en 2009, pueden verse afectadas por las indemnizaciones por cese anticipado y por jubilaciones anticipadas. Sin embargo, en 2009 no hubo una variación significativa respecto del 2008 en el número de sociedades que declararon ceses anticipados de consejeros.

---

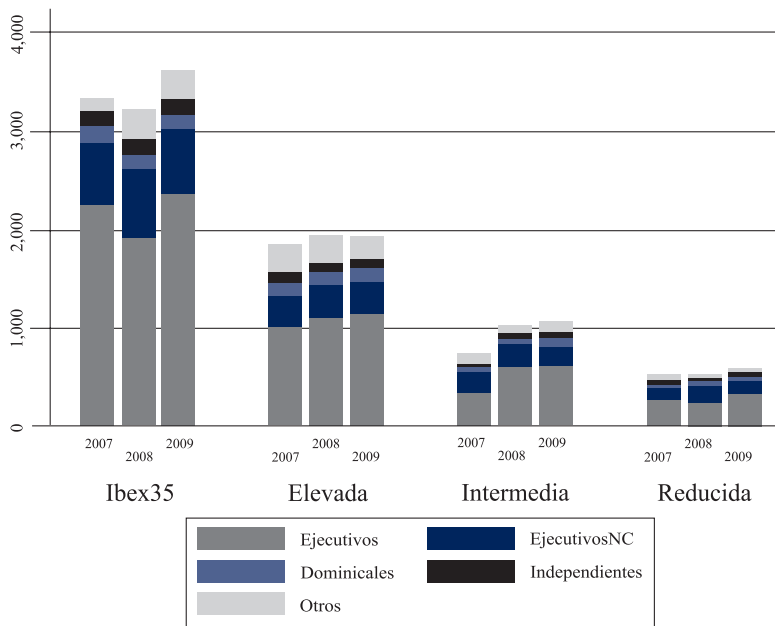
<sup>3</sup> Al no tener el detalle individualizado en el IAGC, se asume para este análisis que los planes de opciones referentes a los consejeros solo son aplicables a los consejeros ejecutivos.



En la Figura 5 aparece gráficamente la evolución de los datos sobre la retribución individual media de cada tipo de consejero y de los altos ejecutivos no consejeros desde el año 2004 hasta el año 2009 para las cuatro agrupaciones analizadas por tamaño. En ella se observa que los importes más elevados corresponden a la remuneración de los consejeros ejecutivos, y después a la de los altos ejecutivos no consejeros. La remuneración de los consejeros ejecutivos presenta una tendencia creciente, y en las empresas del Ibex35 se trunca la bajada observada en el 2008. Es destacable la evolución en la retribución media de los consejeros ejecutivos de las empresas de capitalización intermedia en los ejercicios de 2008 y 2009.

**FIGURA 5**  
**REMUNERACIÓN POR TIPOLOGÍA DE TAMAÑO Y GRUPOS DE TAMAÑO**

En esta figura se muestra, por grupos de capitalización, la retribución individual media de los miembros de los Consejos de Administración (por sociedad y por grupo) y de los máximos ejecutivos de las sociedades en miles de euros. Los datos se refieren a 135 sociedades en 2007, a 130 en 2008 y a 124 durante 2009.



En la Tabla 19 se muestra, desagregada por sectores y por tamaño en 2009, la remuneración individual media para cada tipología de consejero más la de los altos ejecutivos no consejeros. Atendiendo a los grupos de tamaño se observa cómo la remuneración es

mayor cuanto mayor es la empresa, sobre todo para los ejecutivos en términos absolutos. Lo mismo se observa en la para todos los ejercicios analizados. Además, la diferencia entre la remuneración de los consejeros ejecutivos y la de la alta dirección también se incrementa con el tamaño de la empresa. Por sectores, las mayores remuneraciones se dan en Servicios Financieros, Tecnología y Comunicaciones, y Petróleos y Energía, debido, seguramente, al mayor tamaño de las empresas en estos sectores.

**TABLA 19**  
**REMUNERACIÓN MEDIA INDIVIDUAL POR TIPOLOGÍA EN MILES DE €**

Remuneración individual media por tipología de consejeros en miles de €. Las tipologías consideradas son: altos ejecutivos no consejeros, consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y otros. Los datos se refieren a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

	No consejeros	Consejeros			
	Alta Dirección	Ejecutivos	Dominicales	Indepen.	Otros
<b>Agrupación por capitalización</b>					
Ibex35	684	2.341	136	159	308
Elevada	333	1.145	136	107	228
Intermedia	221	622	62	65	113
<b>Reducida</b>	162	335	27	37	40
<b>Agrupación por sectores de actividad</b>					
Petróleo y Energía	515	1.796	190	158	76
Mat. Básicos, Ind. y Constr.	289	1.051	68	69	299
Bienes de Consumo	214	665	53	76	107
Servicios de Consumo	320	907	91	76	203
Servicios Financieros	686	1.952	119	130	175
Tecnología y Comunicaciones	728	1.928	133	136	538
Inmobiliaria	213	905	45	62	132
Total 2009	362	1.161	87	91	196
Total 2008	364	1.043	88	94	213
Total 2007	351	1.023	88	93	156

Dada la naturaleza sensible de la remuneración de los consejeros, los códigos de buen gobierno se centran en promover la transparencia informativa. De este modo, el *Código Unificado* recomienda, entre otros aspectos, que la Junta General de Accionistas se pronuncie sobre la política de retribución de los consejeros. Esto ocurre en el 37% de las



sociedades analizadas en 2009, y no se aprecian variaciones significativas en los últimos ejercicios, siendo en 2009 las del Ibex35 las que más cumplen con esta recomendación. Uno de los potenciales efectos de la transparencia es la moderación en la remuneración, especialmente si son muy elevadas en términos absolutos. En la se presenta la remuneración individual media de cada tipo de consejero por grupos de sociedades según su tamaño. No se observa un patrón de comportamiento claro entre la remuneración y este tipo de transparencia informativa. En las empresas del Ibex35, al igual que lo que ya ocurría en 2008, una mayor transparencia implica una menor remuneración para todas las tipologías de consejeros. Pero en el resto de grupos de tamaño no ocurre que una menor remuneración de los consejeros ejecutivos repercuta en una mayor transparencia.

**TABLA 20**  
**REMUNERACIÓN MEDIA INDIVIDUAL POR TIPOLOGÍA EN MILES DE €**  
**Y TRANSPARENCIA EN LA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN DEL CONSEJO**

Remuneración individual media por tipología de consejeros en miles de € para las empresas en las que la política de remuneración del Consejo es un punto del orden del día de la Junta General de Accionistas, y para las empresas en las que no lo es. Las tipologías consideradas son: altos ejecutivos no consejeros, consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y otros. Datos referidos a 124 sociedades en el ejercicio 2009, a 130 para 2008 y a 135 para 2007.

Agrupación por Capitalización	No consejeros	Consejeros			
		Alta Dirección	Ejecutivos	Dominicales	Indepen.
<b>Si orden del día JGA</b>					
Ibex35	645	1.954	110	137	169
Elevada	338	1.581	104	146	244
Intermedia	191	805	58	74	217
Reducida	193	502	28	37	35
Total 2009	359	1.250	73	94	162
Total 2008	293	985	87	88	100
Total 2007	258	848	74	76	94
<b>No orden del día JGA</b>					
Ibex35	715	2.647	157	175	419
Elevada	331	1.008	145	93	223
Intermedia	245	472	66	58	74
Reducida	145	268	27	37	43
Total 2009	364	1.109	96	89	213
Total 2008	405	1.074	89	97	262
Total 2007	410	1.127	97	104	177

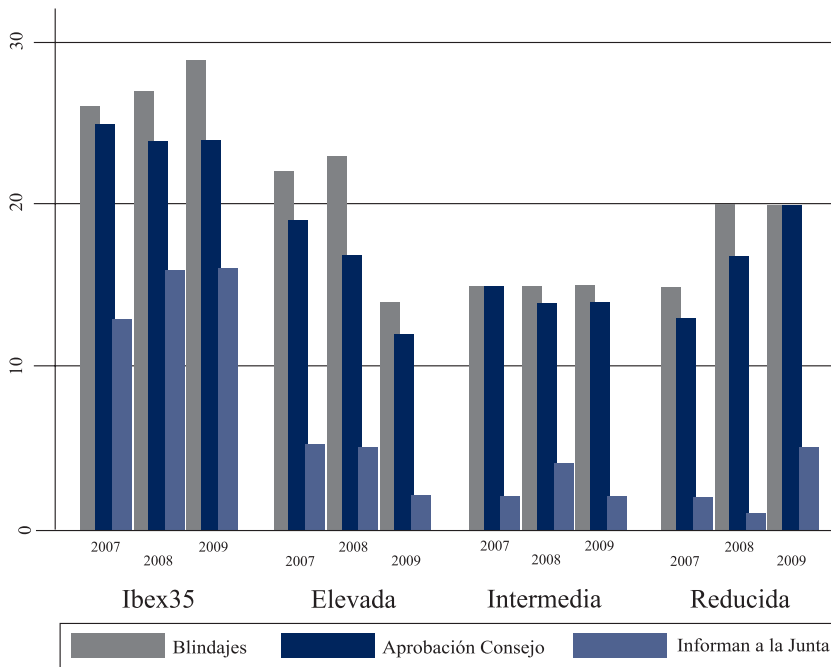


## E.2. Blindajes de ejecutivos

Los blindajes en los contratos de la alta dirección constituyen una práctica habitual en las empresas del Mercado Continuo español. Si en 2004 los utilizaba el 51% de las sociedades, en 2008 lo hizo un 65% y en 2009 un 63% de las empresas. Además, esta práctica está más extendida entre las grandes sociedades. Desde 2004, los porcentajes son mayores en las empresas del Ibex35 y en las de elevada capitalización. En las empresas del Ibex35 solo ha bajado del 80% en 2007 y en 2008, y en 2009 se ha situado en el 85%. La Figura 6 muestra, por grupos de tamaño, que la evolución en los tres últimos ejercicios del número de empresas con estas cláusulas es desigual entre las agrupaciones de tamaño.

**FIGURA 6**  
**AUTORIZACIÓN E INFORMACIÓN DE BLINDAJES**

Este gráfico muestra el número de empresas que en cada grupo de tamaño dispone de cláusulas de garantía o blindaje a favor de los miembros de la alta dirección, el número de casos en que el Consejo de Administración los ha autorizado y el número de casos en los que se ha informado sobre la existencia de estos blindajes a la Junta General de Accionistas. Los datos se refieren a 135 sociedades para 2007, a 130 en 2008 y a 124 en el ejercicio 2009.





Adicionalmente, la Figura 6 muestra qué órgano aprueba estas cláusulas de blindaje y si se informa de las mismas a la Junta General de Accionistas. Las cláusulas pueden ser aprobadas por el Consejo de Administración y/o por la Junta General de Accionistas. En los años analizados solo unos pocos casos recurren a la autorización de la Junta General de Accionistas: uno en 2005, 2007 y 2008, y dos en 2009. Sin embargo, el número de sociedades que informan a la Junta General de Accionistas de la existencia de las cláusulas es relevante, y se aprecia un claro incremento en el total, sobre todo en las empresas del Ibex35. En el 55% de estas últimas se informa a la Junta General de Accionistas, siendo el promedio del Mercado Continuo del 32%. La aprobación de los blindajes por el Consejo crece año tras año, y en 2009 el 90% de las sociedades así lo hizo. Este dato es indicativo de que para el 10% de las sociedades restantes no ha habido aprobación por el Consejo ni por la Junta. Además, el porcentaje más bajo –83%– se da entre las empresas del Ibex35.

Para valorar el efecto de estos contratos sobre la remuneración anual la Tabla 21 compara la remuneración media individual de cada tipología de consejero, así como la de los miembros de la alta dirección no consejeros, de las empresas que cuentan con blindajes con la de las sociedades en que éstos no existen. Se observa, en general, que la remuneración es mayor en las empresas con blindajes. La remuneración media individual a nivel de todas las sociedades es siempre mayor si hay blindajes para todos los tipos de consejeros, incluso para los altos directivos no consejeros, en los tres ejercicios incluidos en la tabla, de 2007 a 2009. En 2009 las excepciones significativas se encuentran en la remuneración individual de los consejeros ejecutivos de las empresas de capitalización reducida, así como en la remuneración de la alta dirección de empresas de capitalización elevada. Por lo tanto, los datos apuntan a que en las sociedades analizadas estos contratos tienden a utilizarse más como complemento retributivo que como un sustituto de la retribución anual.

**TABLA 21**  
**REMUNERACIÓN MEDIA INDIVIDUAL POR TIPOLOGÍA EN MILES DE €**  
**Y CONTRATOS DE BLINDAJE A FAVOR DE LA ALTA DIRECCIÓN**

Remuneración individual media por tipología de consejeros en miles de € para las empresas en las que existen contratos de blindaje a favor de los miembros de la alta dirección, y para las empresas en las que existen. Las tipologías consideradas son: altos ejecutivos no consejeros, consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y otros. Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009, a 130 para el ejercicio 2008 y a 135 para 2007.

Con blindajes	Alta Dirección	Consejeros			
		Ejecutivos	Dominicales	Indep.	Otros
Ibex35	739	2.523	146	168	352
Elevada	326	1.258	134	125	148
Intermedia	264	642	82	81	109
Reducida	162	330	27	40	27
Total 2009	431	1.401	102	113	215
Total 2008	437	1.286	104	114	213
Total 2007	412	1.396	112	120	194
<b>Sin blindajes</b>					
Ibex35	365	1.286	78	102	85
Elevada	347	962	140	67	388
Intermedia	185	603	44	51	116
Reducida	163	345	27	33	66
Total 2009	230	698	61	53	154
Total 2008	218	550	57	53	213
Total 2007	264	525	56	54	92

## F. DERECHOS Y ASISTENCIA DE LOS ACCIONISTAS

La relación entre los accionistas y sus administradores, así como las facilidades para que su voz sea escuchada y otros aspectos del funcionamiento de la Junta General de Accionistas (JGA), se basan en el principio de mayoría que caracteriza a las grandes sociedades por acciones.

Los requisitos de participación mínima en el capital de la sociedad para asistir a la Junta van desde aquellas sociedades que exigen únicamente una acción para participar hasta las que exigen elevadas proporciones del capital. Algo más de un tercio de las sociedades del Mercado Continuo se sitúa en el grupo en el que una sola acción es necesaria.





En la Tabla 22 se muestra la evolución del número de sociedades y la mediana del valor de mercado de la acción, calculado a partir del precio del último día hábil de cada ejercicio.

**TABLA 22**  
**REQUISITOS DE ASISTENCIA A LAS JUNTAS**

Requisitos para asistir a la Junta de Accionistas. El panel A recoge las sociedades que no imponen restricción. El «Valor de mercado en €» corresponde a la mediana de este grupo de sociedades en cada ejercicio del precio de una acción o valor monetario para asistir a una Junta. El panel B incluye a las sociedades que exigen más de una acción, cuyo valor mediano es de 100 acciones. El valor monetario mediano para asistir a una Junta es el que figura en la casilla de «Valor de mercado en €» para asistir. Datos referidos a 118 sociedades durante el ejercicio 2004, a 119 en el ejercicio 2005, a 126 sociedades durante el ejercicio 2006, a 135 durante 2007, a 130 durante 2008 y a 124 en 2009.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Panel A: 1 acción para asistir</b>						
Número de sociedades	36	37	41	53	53	54
Valor de mercado en €	5,9	9,5	17,1	19,8	9,7	10,9
<b>Panel B: mediana 100 acciones para asistir</b>						
Número de sociedades	83	82	85	82	75	70
Valor de mercado en €	1.518	1.931	2.625	1.928	920	868

En las sociedades que requieren más de una acción para la asistencia a la Junta el valor de la mediana se sitúa en 100 acciones que, en términos monetarios, recoge el panel B de la Tabla 22. De este modo, los valores de mercado para una sociedad tipo que exige 100 acciones para asistir se mueven de acuerdo con la evolución decreciente del precio de las acciones en los mercados de valores en los últimos ejercicios.

El porcentaje de participación de los accionistas está estrechamente ligado a la estructura de propiedad. En sociedades con capital concentrado también se dan elevados grados de participación.

Los porcentajes medios de asistencia a las Juntas de Accionistas durante los últimos ejercicios no han variado y se sitúan ligeramente por encima del 70%. En la Tabla 23 se puede observar la secuencia completa de los últimos ejercicios para toda la muestra.



**TABLA 23**  
**PORCENTAJES DE ASISTENCIA A LA JGA**

Porcentajes de asistencia medios a las Juntas Generales de Accionistas. El porcentaje del capital flotante ausente es el cociente entre el porcentaje de capital que no asiste a las Juntas de accionistas y el capital flotante, definido como la proporción de capital que no está bajo control de los accionistas significativos. Datos referidos a 118 sociedades durante el ejercicio 2004, a 119 en el ejercicio 2005, a 126 sociedades durante el ejercicio 2006, a 135 sociedades en 2007, a 130 en 2008 y a 124 en 2009.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Porcentaje del capital con presencia física	36,8	38,3	40,4	42,65	39,76	37,56
Porcentaje del capital en representación	33,1	31,3	30,2	28,62	31,23	33,12
Porcentaje del capital con voto a distancia	0,02	0,5	0,5	0,67	0,76	1,3
Porcentaje medio de asistencia a la JGA(s)	69,9	70,1	71,2	72,0	71,75	71,98
Porcentaje del Capital Flotante ausente	69,9	71,1	69,55	70,7	74,63	72,7

El porcentaje del capital flotante que no participa en las Juntas de Accionistas se calcula como el cociente del 100% menos la asistencia total para cada sociedad, y el 100% menos la suma de las participaciones significativas declaradas por cada sociedad<sup>4</sup>. Tal y como muestra la Tabla 23, este ratio ronda el 70% con cambios poco remarcables.

## **G. INDEPENDENCIA: OPERACIONES VINCULADAS Y AUDITORES**

Las operaciones vinculadas, esto es, las transacciones relevantes entre la sociedad y sus accionistas significativos, o entre la sociedad y sus administradores y directivos, afectan al resto de socios y se informa de ellas de manera separada. Se recomienda que dichas operaciones tengan (i) aprobación por el Consejo, (ii) un informe previo favorable del Comité de Auditoría, y (iii) que los consejeros a los que afecten se ausenten mientras el Consejo delibera y vota.

En el ejercicio 2009 un total de 119 de las 124 sociedades analizadas declararon que el Consejo en pleno aprobaba este tipo de operaciones previo informe del Comité de Auditoría. La Tabla 24 recoge esta información por grupos de tamaño en comparación con los dos ejercicios anteriores.

<sup>4</sup> Se asume que los accionistas significativos están presentes o representados en las Juntas Generales de Accionistas.



**TABLA 24**  
**APROBACIÓN DE LAS OPERACIONES VINCULADAS**

Número de sociedades que en los ejercicios 2007 y 2008 declaran aprobar las operaciones vinculadas en el pleno del Consejo de Administración previo informe del Comité de Auditoría.

Agrupación por capitalización	2007		2008		2009	
	No	Sí	No	Sí	No	Sí
Ibex35	2	32	1	34	1	33
Elevada	6	34	4	29	1	21
Intermedia	8	35	1	30	1	32
Reducida	3	15	4	27	2	33
Total	19	116	10	120	5	119

Las operaciones relevantes con los accionistas significativos afectaron en 2009 a 65 sociedades, lo que supone un aumento en relación con las 52 de 2004. El número de sociedades que declararon operaciones relevantes con sus administradores es también creciente a lo largo de estos últimos ejercicios, ya que afectaba a 32 sociedades en 2004 y se llegó a 53 en 2008. La heterogeneidad de estas operaciones tanto en sus características como en cuantía hace difícil un análisis más desarrollado.

En 2009 fueron 18 las sociedades que informaron de las operaciones relevantes con empresas del grupo que no se eliminan en el proceso de consolidación contable, un valor similar al promedio de los seis últimos ejercicios.

### G.1. Independencia de los auditores

Los códigos de buen gobierno sugieren que la Comisión de Auditoría se ocupe de las relaciones con la auditoría externa. También lo hace el *Código Unificado*, y en el formato de IAGC establecido en 2007 se requiere a las sociedades que se pronuncien sobre una serie de cuestiones al respecto. En los IAGC todas las sociedades analizadas declararon que el Comité de Auditoría se encargaba de garantizar la independencia del auditor externo, y todas (excepto una en 2008 y en 2007) declararon además que este comité se encargaba de proponer auditor externo al Comité de Auditoría. Una sociedad en 2009 y en 2008, y dos en 2007, respondieron negativamente a la cuestión de si el Comité de Auditoría recibía regularmente información del auditor externo, y verificaba que la alta dirección tenía en cuenta sus recomendaciones.



Una forma alternativa de valorar esta independencia es analizar los diferentes aspectos que puedan condicionarla. La contratación de otros servicios diferentes al de auditoría con el auditor externo afectó al 81% de las sociedades en 2009, pero no es algo nuevo ya en 2004 afectó a un 76% de las mismas. También resulta relevante lo cuantiosa que sea la facturación por estos otros motivos. En 2009 ésta representa en promedio el 28,7% del importe facturado por la firma de auditoría, lo que supone un dato muy similar al que se registró en 2008. No hay una tendencia de reducción en dicha facturación, que ha estado por encima del 28% desde 2004.

En la Tabla 25 quedan reflejados los datos sobre facturación por estos trabajos diferentes al de auditoría por grupos de sociedades según tamaño. En las sociedades del Ibex35 es muy frecuente, aunque resulta menos relevante en cuantía relativa a la facturación total con el auditor.

**TABLA 25**  
**OTROS TRABAJOS AUDITORAS**

Relaciones de las sociedades de auditoría con la sociedad en los ejercicios 2008, 2007 y 2006. «% Empresas» recoge el porcentaje de empresas en las que la firma de auditoría realiza otros trabajos diferentes a los de auditoría para la sociedad. «% otros trabajos» mide el porcentaje medio que representan otros trabajos diferentes a los de auditoría sobre el total que la firma de auditoría factura a la sociedad, considerando solo a las empresas de la muestra en las que se da esta circunstancia. Datos referidos a 126 empresas en 2006, a 135 en 2007, a 130 en 2008 y a 124 en 2009.

Agrupación por capitalización	% Empresas			% otros trabajos		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Ibex35	94,1	91,4	91,2	26,5	24,8	20,4
Elevada	88,6	87,9	90,9	26,4	29,1	29,3
Intermedia	69,0	83,9	84,8	38,0	31,1	27,7
Reducida	37,5	67,7	60,0	19,4	29,9	41,5
Total	74,8	83,1	80,6	29,2	28,4	28,7

## H. PROTECCIONES DE TOMA DE CONTROL

La existencia de un mercado de control activo constituye un estímulo de primer orden para el buen gobierno de las empresas. Por ello, los códigos de buen gobierno, entre los que se cuenta el *Código Unificado*, insisten en la conveniencia de que las empresas cotizadas renuncien a establecer barreras estatutarias o protecciones –como la limitación del poder de voto, el reforzamiento de los quórum de votación o las mayorías cualificadas–



que impidan o dificulten una posible oferta pública de adquisición de acciones y el consiguiente cambio de control.

En la Tabla 26 aparece el porcentaje de empresas que utiliza una serie de medidas de protección en el Consejo de Administración y en la Junta General de Accionistas. En el Consejo de Administración se presenta el porcentaje de empresas que para cada agrupación por tamaño establece requisitos especiales para poder presidir el Consejo de Administración, y el porcentaje de las mismas en las que se exigen mayorías reforzadas, distintas de las legales, en algún tipo de decisión. Solo un 6,4% de las empresas disponía de restricciones para presidir el Consejo en 2009, y el porcentaje es mayor en las empresas más pequeñas –8,6%–. Las mayorías reforzadas representan una práctica extendida. Están presentes en el 51% de las sociedades y su aplicación está más extendida entre las empresas del Ibex35. La utilización de ambas prácticas es estable en los últimos ejercicios. En cuanto a medidas de protección en la Junta General de Accionistas se refiere, la Tabla 26 ofrece el porcentaje de empresas que utiliza límites en el porcentaje de votos que puede emitir un accionista, y quórum y mayorías superiores a los recogidos en la legislación vigente para la constitución y la toma de acuerdos en la Junta. Estas mayorías reforzadas están presentes en un 8,1% de las empresas, y su utilización es mayor en las empresas grandes. No hay variaciones importantes en los últimos años salvo un pequeño incremento en el 2009. El establecimiento de quórum superiores es una práctica más extendida. La utiliza el 21,8% de las empresas y no hay un patrón claro respecto del tamaño de la empresa. Tampoco hay una tendencia clara a utilizarla en mayor o en menor medida en los últimos ejercicios. Por último, la práctica más llamativa es la de establecer límites al porcentaje de votos que puede emitir un solo accionista, que está presente en el 11,3% de las empresas y está especialmente extendida entre las empresas grandes, sobre todo las del Ibex35 –20,5%–. No se aprecian diferencias sustanciales en su grado de aplicación en los últimos ejercicios. El porcentaje de votos máximo en las empresas con esta restricción se sitúa en una media del 13,56% para toda la muestra, y del 8% para las empresas del Ibex35.



**TABLA 26**  
**PROTECCIONES EN JUNTA Y EN CONSEJO**

Porcentaje de empresas de la muestra con límites al derecho de voto de los accionistas (Limite Voto), con Quórum superior al recogido por la legislación vigente para la constitución de la Junta General de Accionistas (Quórum Constitución), con mayorías cualificadas en la Junta General de Accionistas superiores a las establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas (Mayoría Cualificada JGA), con restricciones para ser Presidente del Consejo de Administración (Restricción Presidente), y con mayorías reforzadas en el Consejo de Administración (Mayoría Reforzada CA). Datos referidos a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	Límite Votos	Quórum Constitución	Mayoría Cualificada JGA	Restricción Presidente	Mayoría Reforzada CA
Ibex35	20,6	23,5	14,7	5,9	73,5
Elevada	13,6	18,2	9,1	4,5	40,1
Intermedia	9,1	24,3	6,1	6,1	51,5
Reducida	2,8	20,0	2,8	8,6	34,3
Total 2009	11,3	21,8	8,1	6,4	50,1
Total 2008	10,0	21,5	6,9	7,7	53,8

En virtud de lo dispuesto en la Ley 6/2007, la Junta General de Accionistas puede acordar la adopción de medidas de neutralización frente a una oferta pública de adquisición. Solo una empresa en 2008 y en 2009 declaró haber tomado estos acuerdos. Finalmente, puede haber pactos parasociales para restringir el derecho de voto o la libre transmisibilidad de acciones, y acciones concertadas entre accionistas que dificulten la toma de control de una empresa. En la Tabla 27 figura el porcentaje de empresas que presenta este tipo de medidas para cada grupo de tamaño. Los pactos parasociales son frecuentes ya que están presentes en una de cada cuatro empresas, y más aún en las empresas grandes. Las acciones concertadas entre accionistas no están tan extendidas, aunque la Tabla 27 solo presenta datos de las conocidas por la sociedad (las que figuran en los IAGC), y son menos frecuentes entre las empresas del Ibex35.



**TABLA 27**  
**PROTECCIONES POR PACTOS ENTRE ACCIONISTAS**

Porcentaje de empresas de la muestra en las que se declara la existencia de pactos parasociales para restringir el derecho de voto o la libre transmisibilidad de acciones, y porcentaje en las que se declara la existencia de acciones concertadas entre accionistas. Datos referidos a 135 sociedades en 2007, a 130 en 2008 y a 124 sociedades para el ejercicio 2009.

Agrupación por Capitalización	Pactos Parasociales			Acciones Concertadas		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Ibex35	32,4%	31,4%	29,4%	14,7%	8,6%	8,8%
Elevada	31,4%	36,4%	40,9%	14,3%	21,2%	18,2%
Intermedia	16,7%	16,1%	21,2%	16,7%	12,9%	12,1%
Reducida	12,5%	9,7%	14,3%	0,0%	6,5%	14,3%
Total	23,7%	23,8%	25,0%	12,6%	12,3%	12,9%

## I. VALORACIÓN DEL AVANCE DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

Puede afirmarse, en efecto, que el gobierno corporativo de las sociedades españolas del Mercado Continuo avanza en un buen número de actuaciones de acuerdo con los datos referidos al ejercicio 2009. No se trata de un avance significativo respecto al ejercicio 2008, puesto que éste ya se detectó en el ejercicio 2007 y que fue fruto de la primera aplicación del *Código Unificado*. A continuación se detallan los aspectos en los que se mejora en el gobierno corporativo de las sociedades y otras prácticas donde no se aprecian avances.

### I.1. Aspectos de avance en el gobierno corporativo

La estabilidad de la estructura de propiedad, tanto en los niveles de concentración promedio como en la tipología de accionistas significativos, no es una restricción para que un mayor número de sociedades estructure su Consejo de Administración con un tamaño dentro de las recomendaciones del *Código Unificado* –entre 5 y 15 miembros–. La representación en el Consejo de Administración del capital flotante a través de los Consejeros Independientes también ha mejorado en este último ejercicio. Se observa además cómo se ha corregido la sobrerrepresentación de los Consejeros Dominicales en relación al capital bajo control de los accionistas significativos. La presencia de muje-



res en los Consejos de Administración presenta una tendencia creciente, doblando en 2009 el porcentaje del 4% que se observaba en 2004.

Entre los aspectos de organización interna destaca el crecimiento en 2009 de la relevancia de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, especialmente en las propuestas de consejeros no independientes. También se ha consolidado la tendencia creciente de las sociedades que establecen un límite del número de Consejos en los que puede participar un consejero, una situación que también se redujo en el ejercicio 2009. Por otra parte, en el último ejercicio ha mejorado la presencia de consejeros independientes en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones para la función de Presidentes de la misma y, sin embargo, no se detecta el mismo patrón en la proporción de independientes en dicha comisión. La autoevaluación periódica del funcionamiento del Consejo de Administración es una práctica que también ha mejorado en el último ejercicio, superando los dos tercios de sociedades del Mercado Continuo. Por último, crece el número de sociedades que informan a la Junta General de Accionistas de la introducción de cláusulas de blindaje en los contratos con sus altos directivos.

En relación con las operaciones vinculadas, transacciones relevantes entre la sociedad y sus accionistas significativos, o entre la sociedad y sus administradores y directivos, el número de sociedades que no las someten a aprobación del pleno del Consejo de Administración disminuyó significativamente en el ejercicio 2009, potenciando un resultado que ya mejoró en el ejercicio 2008.

## **I.2. Aspectos en los que no se aprecian mejoras**

Entre los aspectos que no presentan mejoras está el reducido número de sociedades que establecen limitaciones al mandato de los consejeros independientes en los Estatutos sociales o en el reglamento del Consejo de Administración. Tampoco disminuye el número de empresas que cuentan con consejeros independientes que superan los 12 años de antigüedad. Entre las sociedades de capitalización reducida no mejoran los aspectos de diversidad de género en el Consejo de Administración. Aunque los valores promedio de mujeres en los Consejos son comparables con sociedades de mayor tamaño, éstos provienen de un reducido número de sociedades.

Sigue creciendo la proporción de sociedades que acumulan los cargos de Presidente y primer ejecutivo, si bien se mantienen estables algunas prácticas para controlar esta concentración de poder como es, por ejemplo, la presencia de consejeros independientes





con facultades especiales. La práctica de introducir blindajes en los contratos de la alta dirección fue habitual y creciente hasta 2008, y en 2009 no mostró un claro cambio de tendencia. El 10% de las sociedades del Mercado Continuo declaran que no someten a la aprobación del Consejo ni de la Junta de Accionistas estos contratos blindados.

No disminuye el porcentaje de sociedades en las que la firma de auditoría realiza otros trabajos diferentes a los de auditoría. Tampoco disminuye la proporción que el importe de estos trabajos representan sobre el total que la firma de auditoría factura a las sociedades. La inclusión de protecciones en el Consejo de Administración para poder presidirlo, o las exigencias de mayoría reforzada, afectan a un número reducido de sociedades, si bien no se ha avanzado en el último ejercicio. En la misma línea de estabilidad se sitúa la práctica de establecer límites al porcentaje de votos que puede emitir un accionista, que afecta a una de cada cinco sociedades del Ibex35.





### VI. RENDIMIENTO Y VALOR DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Este capítulo del informe del *Observatorio de Gobierno Corporativo 2010* pretende responder a la pregunta de si las buenas prácticas de gobierno corporativo correlacionan con un mejor rendimiento o valor para la empresa. El primer apartado se aproxima al concepto de buenas prácticas de gobierno corporativo mediante el análisis del grado de cumplimiento de las recomendaciones del *Código Unificado*. También se definen las variables de rendimiento más habituales en la práctica empresarial y en la literatura económica. Finalmente, se realiza un análisis detallado de la relación entre gobierno corporativo y diversas medidas de rendimiento o valor con el objeto de detectar la existencia de correlación. Concluyen este capítulo un análisis e interpretación económica de los resultados estadísticos.

#### A. CUMPLIR O EXPLICAR

Una forma agregada de computar las buenas prácticas de gobierno corporativo es a través del grado de cumplimiento o, en su caso, de explicación de las 58 recomendaciones del *Código Unificado*. Ésta es una aproximación simplificada de un índice de buenas prácticas, ya que no toma en cuenta las explicaciones más o menos detalladas que las sociedades comunican para justificar el incumplimiento o cumplimiento parcial de ciertas recomendaciones.

La Tabla 28 recoge para el ejercicio 2009, y de forma muy parecida a lo acaecido en los ejercicios 2007 y 2008, los porcentajes de cumplimiento total y parcial, además de los casos en los que algunas de las 58 recomendaciones del *Código Unificado* no son aplicables en las sociedades cotizadas del Mercado Continuo. De la tabla, que muestra los resultados por agrupaciones de tamaño, se desprenden dos conclusiones. La primera es que los niveles de cumplimiento son mejores para las sociedades de mayor capitalización, resultado que se puso de manifiesto en el informe del Observatorio con los datos



de 2008. La segunda conclusión es que el conjunto de recomendaciones que no son aplicables es mayor para las sociedades de menor capitalización. Este resultado permite interpretar que el diseño de las recomendaciones se ajusta mejor a las características de las sociedades mayores. En los análisis que siguen los porcentajes de cumplimiento se computan sobre la base de las recomendaciones que son aplicables a cada sociedad, y no sobre el total de 58.

**TABLA 28**  
**PORCENTAJES DE CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DEL CU**  
**POR NIVELES DE CAPITALIZACIÓN**

Porcentaje de sociedades por niveles de capitalización que cumplen total o parcialmente, o no cumplen, las 58 recomendaciones del *Código Unificado*. «No Aplica» recoge el porcentaje de recomendaciones que no son aplicables a las sociedades por cada agrupación de tamaño. Muestra de 124 sociedades del Mercado Continuo del Ejercicio 2009.

Agrupación por capitalización	Cumplimiento			No Aplica
	Total	Parcial	No	
Ibex35	82,81	6,34	5,48	5,38
Elevada	71,87	11,68	9,09	7,37
Intermedia	73,35	8,25	9,25	9,14
Reducida	70,64	7,98	10,79	10,59
Total	74,92	8,26	8,62	8,2

Los porcentajes de cumplimiento son, en efecto, muy elevados, cercanos al 83% para las sociedades del Ibex35, y decrecen a un menor tamaño de las sociedades hasta alcanzar el 70 % de cumplimiento para las sociedades de capitalización reducida.

La propia estructura del *Código Unificado* especifica que estas prácticas recogidas en las 58 recomendaciones no son homogéneas y que cubren aspectos diversos de la organización de las sociedades. En concreto, las seis primeras recomendaciones se refieren a los Estatutos y a la Junta General; de la recomendación 7 a la 26 recogen aspectos del Consejo de Administración; de la recomendación 27 a la 34 analizan aspectos referentes a los consejeros, tales como nombramientos y ceses, entre otros; de la 35 a la 41 se refieren a aspectos de transparencia y agrupación en las retribuciones. Finalmente, las últimas 15 recomendaciones, hasta la 58, toman en cuenta las actividades de los Consejos.



En la siguiente tabla se muestran los porcentajes de cumplimiento en cada uno de estos cinco apartados, ya corregidos sobre el total de recomendaciones que son aplicables a cada sociedad.

**TABLA 29**  
**AGRUPACIÓN DE RECOMENDACIONES DEL CU Y GRADO DE CUMPLIMIENTO**

El número que aparece se refiere al porcentaje medio para todas las sociedades sobre el conjunto de cumplimiento total para cada agrupación de recomendaciones y que son aplicables a cada sociedad. Datos referidos a la muestra disponible para los ejercicios de 2007 a 2009.

	2007	2008	2009	Total
Estatutos y Junta General (1–6)	84,9	88,3	88,7	87,3
Consejo de Administración (7–26)	79,1	79,9	80,0	79,7
De los consejeros (27–34)	81,0	83,8	83,9	82,8
Retribuciones (35–41)	73,3	73,5	74,7	73,8
De las comisiones (42–58)	83,0	85,9	87,1	85,3
Total 58 Recomendaciones	79,2	80,8	81,4	80,4

Con una perspectiva temporal, se aprecia que los porcentajes de cumplimiento son crecientes de un ejercicio a otro tanto para el cómputo de las 58 recomendaciones como para cada una de las cinco categorías en que se subdividen<sup>5</sup>.

La Tabla 30 muestra un análisis pormenorizado de las recomendaciones que las sociedades cumplen en menor medida.

<sup>5</sup> Los porcentajes de cumplimiento mostrados en la Tabla 29 son superiores a los que se observan en la Tabla 28 ya que se corrigen por las recomendaciones que «no proceden» para cada sociedad.



**TABLA 30**  
**CINCO RECOMENDACIONES DEL CU CON MENOR CUMPLIMIENTO**

Porcentaje de sociedades que cumplen totalmente cada una de las recomendaciones en los tres ejercicios. Datos referidos a la muestra disponible para los ejercicios de 2007 a 2009.

#R	Descripción	2007	2008	2009
40	Votación JGA informe sobre política de retribuciones.	34,6	25,4	25,8
41	Transparencia de retribuciones individuales	32,8	31,5	29,8
26	Dedicación	43,3	38,5	38,7
15	Diversidad de género	40,0	44,3	44,8
42	Composición Comisión Delegada	59,7	48,4	49,1

La recomendación 40 estipula que el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, como punto separado del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. Su cumplimiento es reducido. Además, dicha recomendación establece que este informe se ponga a disposición de los accionistas de forma separada. La explicación razonada de esta recomendación es la solución más frecuentemente utilizada. Del mismo modo, la recomendación 41 establece que la Memoria detalle las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio y que incluya el desglose individualizado y detallado por conceptos de la remuneración de cada consejero. Ésta es una recomendación con bajos niveles de cumplimiento y de tendencia decreciente con el tiempo. La dedicación a la que se refiere la recomendación 26 implica que las sociedades exijan que los consejeros dediquen a su función el tiempo y esfuerzo necesarios para desempeñarla con eficacia, de modo que los consejeros informen a la Comisión de Nombramientos de sus restantes obligaciones profesionales y que las sociedades establezcan reglas sobre el número de Consejos de los que puedan formar parte sus consejeros. Menos de la mitad de las sociedades manifiestan cumplir esta recomendación. La recomendación sobre la diversidad de género implica catalogar un incumplimiento cuando la explicación es la solución al escaso o nulo número de consejeras en la sociedad, de modo que el Consejo explica los motivos y las iniciativas adoptadas para corregir tal situación. Finalmente, entre las cinco recomendaciones con menor cumplimiento en 2009 aparece la formación de comisiones delegadas debidamente estructuradas, de tal manera que la estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros sea similar a la del propio Consejo y que su secretario sea el del Consejo.

En resumen, este análisis de los comportamientos más comunes de las sociedades en relación al cumplimiento de las recomendaciones del *Código Unificado* pone de mani-



fiesto que algunas recomendaciones no se ajustan a las características de las sociedades y que, en otros casos, las sociedades creen simplemente mejor una explicación razonada que adaptarse a su cumplimiento.

### B. RELACIÓN ENTRE RENDIMIENTO Y VALOR

Un estudio realizado por el London Stock Exchange entre 100 inversores institucionales cualificados titulado *Corporate governance: investor perspectives* pone de manifiesto que éstos incorporan los aspectos de gobierno corporativo en la selección de sus carteras: más del 50% afirma que son términos relevantes, y un 41% dice que los incorporan solo vagamente. Estos inversores están de acuerdo —en un 44%— en que las buenas prácticas de gobierno tienen un impacto significativo en la valoración de las sociedades, mientras que el 51% afirma que el impacto es relativo. Los estudios empíricos de consultorías como el de Bloomberg, Deutsche Bank Securities Inc., basados en el índice FTSE 350, muestran que hay diferencias significativas de rentabilidad bursátil entre carteras formadas con el percentil del 10% superior e inferior del índice de gobierno corporativo.

Sin embargo, la evidencia empírica de los trabajos de investigación no es tan clara. Al analizar varios índices de gobierno corporativo como *The Corporate Library*, *RiskMetrics Govertiance Metrics International* and *Standard & Poor's, Mine & Hedge* (2009) se muestra que éstos predicen de forma muy pobre rentabilidades futuras. Alves y Mendez (2004) no consiguen explicar para una muestra portuguesa de empresas que haya un efecto sistemático sobre los rendimientos de las sociedades ligado al cumplimiento del código de buen gobierno. En este mismo sentido De Jong y otros (2005) muestran que la autorregulación de buenas prácticas no tiene efecto sobre el valor de las empresas en Holanda. Fernández Rodríguez *et al.* (2004) sugieren en un estudio a partir de incipientes iniciativas sobre cumplimiento de gobierno corporativo en España que los mercados reaccionan positivamente a los anuncios de cumplimiento voluntario de buenas prácticas de gobierno.

En resumen, estas evidencias ponen de manifiesto que no hay una sólida relación entre buenas prácticas y rendimiento empresarial, y los estudios que detectan cierta evidencia de esta relación son escasos. Con estos antecedentes, y una vez transcurrido un período significativo desde la implementación del *Código Unificado*, el análisis de la relación entre cumplimiento de gobierno corporativo y rendimiento o valor de las sociedades está plenamente justificado.



### C. MEDIDAS DE RENDIMIENTO Y VALOR

Para contrastar adecuadamente la relación existente entre gobierno corporativo y rendimiento o valor se entiende que aquélla debe ser robusta ante diferentes medidas o, lo que es lo mismo, la relación que pueda encontrarse no debe ser muy diferente al cambiar de medida de rendimiento o valor. Se computan, en concreto, cinco medidas:

- ROE, o resultado contable sobre el valor en libros del capital propio.
- ROA, o resultado contable sobre el valor en libros del activo.
- Rendimiento de las acciones, o rentabilidad bursátil, que incluye los dividendos y ganancias de capital, corregido por *splits*, si los hubiera.
- Q de Tobin que, conceptualmente, recoge la relación entre el valor de mercado de los activos de la empresa y el valor de sus activos a precio de reposición. En la práctica se computa en el numerador: valor en libros de los activos + valor de mercado de las acciones - valor en libros del capital. El denominador es el valor en libros de los activos.
- *Market to book* ratio, o capitalización sobre el valor del capital propio en libros.

En la Tabla 31 se muestran los valores medios de las medidas de rendimiento y valor calculados sobre el conjunto de empresas que conforman la muestra en los ejercicios 2008 y 2009, tanto ajustadas por sector como sin ajustar. El ajuste consiste en restar a cada una de las medidas de rendimiento y valor, y para cada empresa y ejercicio, el valor de su mediana del correspondiente sector de actividad. Sin embargo, para la rentabilidad de mercado de las acciones se resta la rentabilidad del correspondiente índice sectorial de la Bolsa de Madrid. La rentabilidad de mercado de las acciones ROA y ROE se miden en porcentaje, y en ellos se puede observar el resultado negativo atribuible a la crisis económica. Tanto la rentabilidad media de las acciones ajustada por sector como la no ajustada presentan valores negativos importantes, aunque hay mucha variabilidad, tal y como se desprende de la elevada desviación estándar. En definitiva, hay empresas con rentabilidades positivas y grandes y empresas con rentabilidades muy negativas. En el resto de medidas se ha detectado un comportamiento parecido.





**TABLA 31**  
**RENDIMIENTO Y VALOR EMPRESARIAL**

Para cada una de las medidas de rendimiento y valoración empresarial analizadas (rentabilidad de mercado de las acciones, RdM, la Q de Tobin, el ratio Market to Book, ROA y ROE), número de observaciones con que se cuenta, valor medio y desviación típica. Para cada medida se presentan estos datos sin ajustar por sector y ajustando por sector. En todas las medidas el ajuste por sector consiste en restar la mediana dentro de las empresas de la muestra que pertenecen al mismo sector, excepto para la rentabilidad de mercado de las acciones. En ese caso se resta la rentabilidad del índice correspondiente de la Bolsa de Madrid. Datos concernientes a 253 observaciones en los ejercicios 2008 y 2009.

	Variable	Media	Mediana	Desviación estándar
RdM	Ajustada Sector	-13,44%	-	37,18
	No Ajustada	-15,58%	-2,14%	45,67
Tobin Q	Ajustada Sector	0,21	-	0,84
	No Ajustada	1,33	1,12	0,85
MTB	Ajustada Sector	1,00	-	4,16
	No Ajustada	2,42	1,42	4,16
ROA	Ajustada Sector	-0,20%	-	10,44
	No Ajustada	2,58%	2,78%	10,83
ROE	Ajustada Sector	-3,71%	-	43,38
	No Ajustada	-0,96%	2,75%	46,42

A modo de ejemplo, en la Tabla 31 se aprecia cómo la media del ROE no ajustada es negativa en un 0,96%. El valor de la mediana del ROE sin ajustar es del 2,75%, y al restar a todas y cada una de las observaciones este valor de la mediana de su sector la media de la medida ajustada del ROE es todavía inferior –un 3,71% negativo–. Un análisis similar es aplicable al resto de medidas de rendimiento o valor.

#### **D. RELACIÓN ENTRE CUMPLIMIENTO DEL CÓDIGO UNIFICADO Y RENDIMIENTO O VALOR**

La existencia de relación significativa o correlación estadística entre el nivel de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo y rendimiento no implica necesariamente que ésta sea del tipo causa–efecto. Si observamos que esta relación es positiva y estadísticamente significativa podemos afirmar que dicha correlación muestra cómo coinciden mejores prácticas de gobierno corporativo con mayores rendimientos en un conjunto relevante de sociedades de la muestra. Puede que esto se deba a que las empresas con mejores resultados dispongan de más recursos para



invertir en la mejora de las prácticas de gobierno corporativo sin que estas últimas provoquen mejores resultados, o bien que se deba a que las empresas que más invierten en prácticas de gobierno corporativo acaben obteniendo mejores resultados fruto de esta inversión. Por lo tanto, una correlación positiva entre buenas prácticas de gobierno corporativo y elevados rendimientos no implica causalidad. En el mismo contexto, una correlación negativa tampoco indicaría necesariamente que el cumplimiento de las prescripciones del gobierno corporativo causara pobres resultados. De este modo, aún con la advertencia sobre las limitaciones del estudio en cuanto a causalidad se refiere, resulta revelador analizar la correlación existente entre la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo y el rendimiento y valor que crean las empresas.

El rendimiento y valor empresarial que observamos viene determinado por múltiples factores. Para poder identificar la posible relación con el cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo se considera un modelo estadístico, en el que también se tienen en cuenta otros determinantes más allá del cumplimiento del gobierno corporativo. La variable a explicar en este modelo es la medida de rendimiento y de valor ajustada por sector, y las variables explicativas son los índices de cumplimiento del *Código Unificado*, el tamaño de la sociedad y los efectos anuales (para recoger el efecto del ciclo económico). El modelo estadístico se estima con la técnica de la regresión múltiple. En el epígrafe final de este capítulo, *apunte metodológico*, se presenta una guía para profundizar en los detalles sobre la interpretación de las estimaciones presentadas en las siguientes tablas. Este *Apunte metodológico* explica con más detalle cómo los modelos de regresión múltiple estimados permiten aislar con cierta precisión la relación que se da entre los índices de cumplimiento del *Código Unificado* y el rendimiento y valor empresarial del resto de factores relevantes.

En la Tabla 32 se muestra el resultado de la estimación de un modelo de regresión múltiple para cada una de las medidas de rendimiento y valor analizadas, todas ellas ajustadas por sector. Las variables explicativas son la capitalización bursátil en logaritmos, variables ficticias para controlar por las diferencias que pudiera haber entre ejercicios (ciclo económico) y el porcentaje de cumplimiento de las 58 recomendaciones del *Código Unificado*. Solo se muestran los coeficientes estimados para la capitalización y para el índice de cumplimiento, que son los efectos sobre los que se centra el estudio. Los modelos explican alrededor de un 10% de la variación total del rendimiento y valor de las empresas. Y, dentro de esta variación explicada por los modelos, únicamente el tamaño de la sociedad aparece con una correlación positiva y significativa. Todos los modelos son validados estadísticamente con el test F, excepto el



que pretende explicar la relación *Market to book*, donde el estadístico F no es significativo ni siquiera al 10% de probabilidad. Por lo tanto, se puede concluir que, en el contexto de cada sector industrial, las empresas de mayor tamaño obtienen mejores resultados, y que el cumplimiento de las 58 recomendaciones del *Código Unificado* no está relacionado con las diferencias de rendimiento o de valor observado entre las sociedades.

**TABLA 32**  
**MEDIDAS DE RENDIMIENTO O VALOR Y CUMPLIMIENTO TOTAL DEL CU**

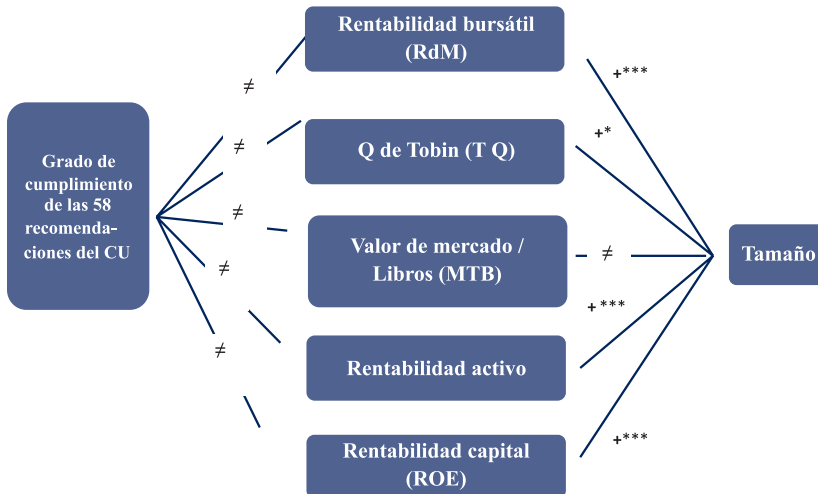
Resultado de la estimación de modelos de regresión donde la variable dependiente es la rentabilidad anual de cada acción (RdM), la medida Tobin Q, el valor de mercado de las acciones sobre su valor según la contabilidad (MTB), la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad del capital propio (ROE). Estas medidas se han ajustado por sector, restando la rentabilidad del índice sectorial de la Bolsa de Madrid correspondiente en el caso de la rentabilidad anual de cada acción, y restando la mediana dentro del sector en las empresas que conforman la muestra. Las variables explicativas son el *Tamaño*, medido por el logaritmo de la capitalización bursátil de cada empresa, una variable ficticia para cada uno de los años que conforman la muestra, y el porcentaje, en tanto por uno, de cumplimiento de las 58 recomendaciones del *Código Unificado* retardado un período en relación a las medidas de rendimiento y de valor empresarial. Muestra 2008-2009. Significación estadística de los coeficientes robusta a la heteroscedasticidad y a la correlación entre las perturbaciones de una misma empresa. Huber (1967), White (1980, 1982), y Petersen (2009).

	<b>RdM</b>	<b>T Q</b>	<b>MTB</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>
Tamaño	4,93***	0,11*	0,14	1,39***	6,06***
Cumplimiento R58	4,94	-1,63	-11,21	-10,08	-26,15
# obs.	252	249	249	248	246
% ajuste	9,68	9,92	11,34	7,05	7,07
F	16,55	2,23	1,78	6,00	7,86
Prob > F	0,00	0,08	0,15	0,00	0,00
Ficticias anuales	SI	SI	SI	SI	SI

\* Significación estadística al 5%, \*\* al 1%, \*\*\* al 0,1%. Prob>F indica el nivel de significación estadística del estadístico F.

**FIGURA 7**  
**RENDIMIENTO O VALOR Y CUMPLIMIENTO TOTAL DEL CU**

Gráfico representativo de las principales magnitudes que relacionan el cumplimiento de las 58 recomendaciones y el rendimiento o valor de las sociedades. «(≠)» indica que no existe relación significativamente distinta de cero. «(+)-» y «(-)» indican relaciones positivas o negativas y significativas al 95% (\*), 99% (\*\*) o 99,9% (\*\*\*) de probabilidad



Que el porcentaje de cumplimiento de las 58 recomendaciones no resulte significativo estadísticamente no implica que todas las recomendaciones de buen gobierno corporativo no tienen relación con la creación de valor en las empresas. Unas recomendaciones pueden mostrarse potencialmente más relevantes que otras, y la metodología estadística es capaz de detectar estos efectos. Por ello se analizan las diferentes agrupaciones de recomendaciones mostradas en la Tabla 29 y sus correlaciones con las medidas de rendimiento y de creación de valor de las empresas. Estas estimaciones se presentan en la y en la Figura 8, donde las variables de rendimiento y de valor que se deben explicar son las mismas, y las variables ficticias que identifican los diferentes años de la muestra y del tamaño de la empresa también están medidas del mismo modo, y cambian las variables explicativas de gobierno corporativo.

Efectivamente, tal y como se aprecia en la Tabla 33 y en la Figura 8, las variables explicativas son los 5 índices que miden el porcentaje de cumplimiento de las 5 agrupaciones de recomendaciones del *Código Unificado* mostradas en el epígrafe *Cumplir o explicar*. También se muestra cómo nuevamente el tamaño de la empresa correlaciona positivamente con los rendimientos y valor de las sociedades. Además, se observa una esca-



sa significación estadística de los modelos de *Market to Book* y especificación de la Q de Tobin tal y como se desprende del estadístico F, que tampoco es significativo. En consecuencia, solo son estadísticamente aceptables los modelos de rentabilidad de mercado (RdM) y rendimientos contables sobre el activo (ROA) y el capital (ROE).

Los datos tampoco recogen evidencia de correlación significativa entre rendimiento y valor de las empresas y el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno en las agrupaciones de prácticas de gobierno corporativo. Solo cuando utilizamos la rentabilidad de las acciones en el mercado como medida de rendimiento empresarial se encuentra una correlación positiva y significativa con el grado de cumplimiento de las 6 primeras recomendaciones del *Código Unificado*. Se trata de recomendaciones referentes a los Estatutos y a la Junta General como, por ejemplo, que no existan límites al porcentaje de votos que puede emitir un mismo accionista. Se trata de una evidencia poco robusta, ya que su significación estadística es solo del 5%, y únicamente se detecta este efecto con la rentabilidad de las acciones en el mercado como medida de rendimiento empresarial.

TABLA 33

**MEDIDAS DE RENDIMIENTO O VALOR Y CUMPLIMIENTO PARCIAL DEL CU**

Resultado de la estimación de modelos de regresión donde la variable dependiente es la rentabilidad anual de cada acción (RdM), la medida Tobin Q, el valor de mercado de las acciones sobre su valor según la contabilidad (MTB) y dos medidas contables de rentabilidad: la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad de los accionistas (ROE). Estas medidas se han ajustado por sector, restando la rentabilidad del índice sectorial de la Bolsa de Madrid correspondiente en el caso de la rentabilidad anual de cada acción, y restando la mediana dentro del sector en las empresas que conforman la muestra. Las variables explicativas son el «Tamaño», medido por el logaritmo de la capitalización bursátil de cada empresa, una variable ficticia para cada uno de los años que conforman la muestra, y cinco variables que recogen el porcentaje, en tanto por uno, del cumplimiento de cinco subgrupos de recomendaciones del Código Unificado mostrados en la Tabla 29 Muestra 2008–2009. Significación estadística de los coeficientes robusta a la heterocedasticidad y a la correlación entre las perturbaciones de una misma empresa. Huber (1967), White (1980, 1982) y Petersen (2009).

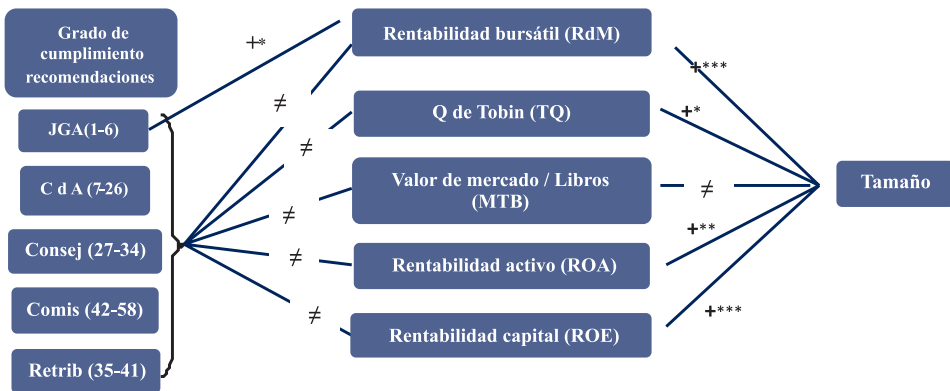
	RdM	T Q	MTB	ROA	ROE
Tamaño	5,17***	0,099*	0,10	1,25**	5,68***
Estatutos JGA (1–6)	23,44*	0,43	-1,50	-6,35	-8,76
C de Ad (7–26)	7,66	-0,47	-5,87	3,72	22,04
Consejeros (27–34)	2,30	0,05	0,58	0,60	3,16
Retribuciones (35–41)	3,54	0,00	0,19	-0,67	-1,31
Comisiones (42–58)	-20,22	-1,46	-4,82	-7,52	-36,94
# obs.	252	249	249	248	246
% ajuste	11,67	13,02	13,38	7,89	7,78
F	9,95	1,53	0,98	3,32	3,79
Prob > F	0,00	0,16	0,44	0,00	0,00
Ficticias anuales	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ

\* Significación estadística al 5%, \*\* al 1%, \*\*\* al 0,1%.

En resumen, la técnica utilizada no permite afirmar que exista relación entre el grado de cumplimiento del *Código Unificado* y el rendimiento o la creación de valor empresarial.

**FIGURA 8**  
**RENDIMIENTO O VALOR Y CUMPLIMIENTO PARCIAL DEL CU**

Gráfico representativo de las principales magnitudes que relacionan el cumplimiento de 5 agrupaciones de las 58 recomendaciones y rendimiento o valor de las sociedades. «(≠)» indica que no existe relación significativamente distinta de cero. «(+)» y «(-)» indican relaciones positivas o negativas y significativas al 95% (\*), 99% (\*\*) o 99,9% (\*\*\*) de probabilidad.



Del análisis anterior se desprende que las recomendaciones que hacen referencia a los Estatutos y a la Junta General de Accionistas presentan una relación débil con la creación de valor empresarial. Además, avances recientes en la investigación internacional sobre prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor empresarial muestran que las prácticas que dificultan la toma de control de una sociedad están correlacionadas de manera clara con el rendimiento y el valor empresarial. El avance científico más relevante en este sentido es el publicado por Bebchuk, Cohen y Ferrell (2009) en la prestigiosa *Review of Financial Studies*. Entre sus medidas incluyen los límites en el derecho de voto, un mecanismo que dificulta la toma de control de una sociedad, y es uno de los aspectos incluidos entre las 6 primeras recomendaciones del *Código Unificado* referentes a los Estatutos y a la Junta General.

A continuación se explora si la adopción de medidas defensivas, que se informan en el IAGC, está correlacionada con las variables de rendimiento y valor analizadas.



### E. ÍNDICE DEFENSIVO COMO MEDIDA ALTERNATIVA

En el artículo de Bebchuk, Cohen y Ferrell (2009) se construye un índice que denominan «*Entrenchment Index*» y que recoge prácticas de gobierno corporativo en Estados Unidos que dificultan especialmente la toma de control de una sociedad. Sus resultados muestran que a mayor protección menor creación de valor. En este Observatorio se utiliza la información disponible en los IAGC que publican las empresas, y no necesariamente en la lista de 58 recomendaciones del *Código Unificado*, de actuaciones que potencialmente dificultan la toma de control. A partir de seis de estas prácticas se construye un índice que en este Observatorio se denomina Índice Defensivo. Las prácticas que forman este índice son:

- Blindajes, la existencia de cláusulas de garantía o blindaje a favor de los miembros de la alta dirección.
- Medidas anti-opa, cuando la Junta General de Accionistas ha acordado medidas defensivas ante tomas de control de acuerdo con la Ley 6/2007.
- Límites al derecho de voto, que se introducen generalmente en los Estatutos.
- Restricciones en las Juntas Generales de Accionistas, si se requiere quórum reforzado para la adopción de acuerdos extraordinarios en primera o en segunda convocatoria, y/o se exigen mayorías cualificadas superiores a las establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas.
- Restricciones en el Consejo de Administración, cuando se requieren mayorías reforzadas para adoptar acuerdos por el Consejo de Administración, y/o existen restricciones para presidir el Consejo de Administración.
- Acuerdos restrictivos entre accionistas, o pactos parasociales para restringir el derecho de voto o la libre transmisibilidad de acciones, y/o existencia de acciones concertadas entre los accionistas.

Para cada sociedad este Índice Defensivo toma un valor entre 0 y 1 que recoge la proporción de medidas defensivas que implementa sobre el total de las 6 prácticas definidas. En consecuencia, a mayor valor de este índice más defensiva es su actuación, especialmente centrada en dificultar tomas de control no pactadas.

La Tabla 34 muestra los valores medios del Índice Defensivo desde 2007 hasta 2009. Se observa estabilidad a lo largo de estos años con un ligero incremento medio en el cómputo global. Por grupos de tamaño, las empresas más grandes son las que presentan mayores valores en este Índice, lo que resulta consistente con la evidencia obtenida en estudios anteriores del Observatorio. Por sectores destacan las Inmobiliarias, de Bienes



de Consumo y, especialmente, el de Materiales Básicos, Industria y Construcción por los valores medios más reducidos de este Índice.

**TABLA 34**  
**ÍNDICE DEFENSIVO POR TAMAÑO Y SECTORES**

Valor medio del Índice Defensivo dentro de cada grupo de tamaño y dentro de cada sector de actividad. Valores referidos a 135 empresas en 2007, a 130 en 2008 y a 124 en 2009.

	2007	2008	2009
<b>Agrupación por Capitalización</b>			
Ibex35	0,34	0,32	0,33
Elevada	0,27	0,30	0,29
Intermedia	0,16	0,20	0,21
Reducida	0,21	0,22	0,21
<b>Sectores de actividad</b>			
Petróleo y Energía	0,35	0,33	0,32
Mat. Ind y Cons	0,19	0,19	0,19
Bienes Consumo	0,22	0,26	0,24
Serv. Consumo	0,29	0,30	0,31
Serv. Financieros	0,22	0,28	0,31
Tecnol Comunic.	0,25	0,28	0,31
Inmobiliaria	0,28	0,29	0,24
Total	0,24	0,26	0,26

Para estudiar la relación entre el Índice Defensivo y las diferentes medidas de rendimiento y valor empresarial analizadas en este apartado del Observatorio se utiliza un modelo similar al del epígrafe anterior, modelo en el que se sustituyen los índices de cumplimiento por el Índice Defensivo. La Tabla 35 y la Figura 9 muestran las estimaciones de estos modelos de regresión múltiple con las medidas de rendimiento y valor utilizadas en las tablas anteriores. Las variables explicativas son las variables para identificar cada ejercicio, el tamaño y el Índice Defensivo. Como sucedía en los análisis anteriores, de estas estimaciones se desprende que el efecto del tamaño es relevante para entender divergencias de rendimiento.

El resultado más relevante es que se detecta una robusta y significativa relación negativa entre el Índice Defensivo y el rendimiento o valor empresarial. Esta relación se observa con cualquiera de las medidas de rendimiento y valor empresarial analizadas, incluso en medidas como la Q de Tobin y el *Market to Book* donde los estadísticos F indican que el





modelo estimado es significativo. Además, el porcentaje de variación explicada, medido por el porcentaje de ajuste, se incrementa claramente al incluir el Índice Defensivo en el modelo (para cada medida de rendimiento y valor empresarial se presenta un modelo sin índices de prácticas de gobierno y un modelo que incluye el Índice Defensivo). En consecuencia, no caben dudas acerca de la significación estadística de la relación negativa entre el Índice Defensivo y las medidas de rendimiento o de valor empresarial analizadas, de modo que una mayor defensa va ligada a un menor rendimiento y valoración empresarial.

**TABLA 35**  
**MEDIDAS DE RENDIMIENTO O VALOR E ÍNDICE DEFENSIVO**

Resultado de la estimación de modelos de regresión donde la variable dependiente es la rentabilidad anual de cada acción (RdM), la medida Tobin Q, el valor de mercado de las acciones sobre su valor según la contabilidad (MTB), y dos medidas contables de rentabilidad: la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad de los accionistas (ROE). Estas medidas se han ajustado por sector, restando la rentabilidad del índice sectorial de la Bolsa de Madrid correspondiente en el caso de la rentabilidad anual de cada acción, y restando la mediana dentro del sector en las empresas que conforman la muestra. Las variables explicativas son el «Tamaño», medido por el logaritmo de la capitalización bursátil de cada empresa, una variable ficticia para cada uno de los años que conforman la muestra, y el valor que toma el Índice Defensivo; porcentaje, en tanto por uno, del número de prácticas defensivas consideradas que se dan en una empresa. El Índice Defensivo está retardado un período en relación a las medidas de rendimiento y de valor empresarial. Para cada medida de rendimiento y valoración empresarial se presenta la estimación de un modelo sin el Índice Defensivo y de otro modelo considerando el mismo. Muestra 2008–2009. Significación estadística de los coeficientes robusta a la heterocedasticidad y a la correlación entre las perturbaciones de una misma empresa. Huber (1967), White (1980, 1982) y Petersen (2009).

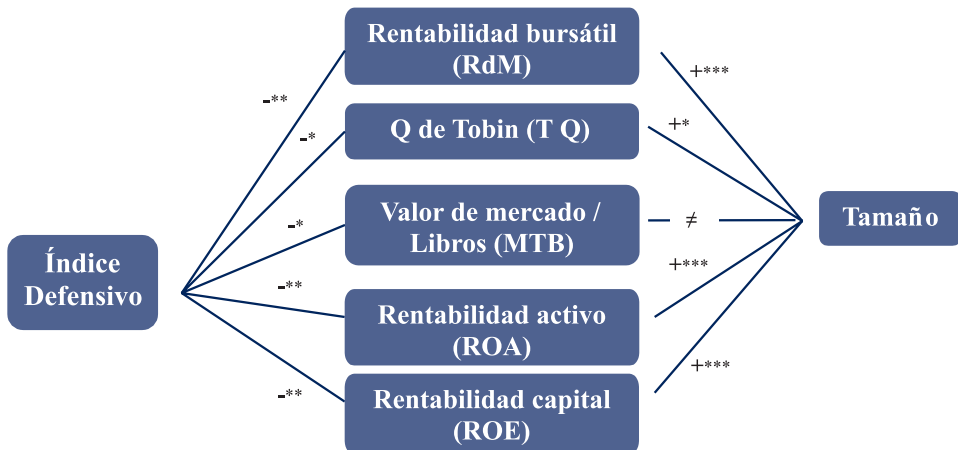
	RdM		TQ		MTB	
Tamaño	4,92***	5,81***	0,09*	0,11*	0,05	0,12
Índice Defensivo		-30,11**		-0,72*		-2,56**
# obs.	253	252	251	249	251	249
% ajuste	9,66%	11,70%	4,22%	6,42%	0,14%	1,28%
F	24,69	16,02	3,27	2,42	0,65	2,53
Prob > F	0,00	0,00	0,04	0,06	0,52	0,06
Ficticias anuales	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
	ROA		ROE			
Capitalización (Log)	1,32***	1,48***	5,87***	6,89***		
Índice Defensivo		-6,26*		-34,29**		
# obs.	250	248	248	246		
% ajuste	5,88%	6,72%	6,71%	8,45%		
F	9,07	8,30	12,39	9,96		
Prob > F	0,00	0,00	0,00	0,00		
Ficticias anuales	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ		

\* Significación estadística al 5%, \*\* al 1%, \*\*\* al 0,1%.

La interpretación económica de esta relación negativa se fundamenta en la construcción del Índice Defensivo que toma diferentes valores de 0 a 1, expresado en tanto por uno según el número de las 6 medidas defensivas que adopte cada sociedad. En consecuencia, la introducción de una medida defensiva adicional implica un incremento en el Índice Defensivo de 1/6. Si nos fijamos en los resultados de la regresión explicativa de la rentabilidad de mercado (RdM), este incremento implica una disminución sobre la rentabilidad mediana de su sector de  $1/6 * 30,11 = 5,01\%$ . Se trata de un importe significativo desde el punto de vista económico.

**FIGURA 9**  
**RENDIMIENTO Y VALOR E ÍNDICE DEFENSIVO**

Gráfico representativo de las principales magnitudes que relacionan el cumplimiento de 5 agrupaciones de las 58 recomendaciones y rendimiento o valor de las sociedades. «(≠)» indica que no existe relación significativamente distinta de cero. «(+)» y «(-)» indican relaciones positivas o negativas y significativas al 95% (\*), 99% (\*\*) o 99,9% (\*\*\*) de probabilidad.



Con la modelización de la Q de Tobin esperaríamos obtener una reducción de  $1/6 * 0,72 = 0,12$  en el exceso de esta medida sobre la mediana dentro de las empresas del mismo sector. Con el *Market to Book* ratio la reducción sería de  $1/6 * 2,56 = 0,42$ , también significativo en términos económicos. El valor medio del *Market to Book* ajustado por sector es de 1 (diferencia entre el ratio en la empresa y la mediana del ratio en el sector correspondiente). Con las medidas de ROA y ROE también se obtienen reducciones económicamente significativas, de  $1/6 * 6,26 = 1,04\%$  en ROA en relación a la mediana del sector, y de  $1/6 * 34,29 = 5,71\%$  en ROE sobre la mediana del sector.



En la muestra de empresas analizada no hay empresas que presenten más de 4 de las 6 medidas incluidas en el Índice Defensivo. Cerca de un 17% de las sociedades no presenta ninguna, alrededor del 32% presenta una, el 33% de las sociedades incluye dos, y presenta 3 y 4 medidas el 8% de las sociedades. Por lo tanto, existe una probabilidad importante de encontrar empresas con elevados valores del Índice Defensivo que, según los resultados obtenidos, mostrarían rendimientos y valoraciones potenciales sensiblemente mejores.

Sin embargo, estos resultados deben matizarse. En la Tabla 35 los porcentajes de ajuste son pequeños. Van desde el 1,28% en el modelo para el *Market to Book* ratio al 11,70% en la rentabilidad de mercado de las acciones. Además, el incremento en el porcentaje de ajuste al incluir el Índice Defensivo es relativamente pequeño (por ejemplo, del 9,66% al 11,7% en el modelo para la rentabilidad de mercado de las acciones). Por lo tanto, la posibilidad de que el paso de un Índice Defensivo menor a otro mayor afecte a todas las sociedades no produciría necesariamente el efecto esperado, esto es, el que marca el modelo (por ejemplo, reducción del 5,01% en el exceso de rentabilidad de mercado).

Otra manera de analizar la relación entre el Índice Defensivo y las medidas de rendimiento y valor empresarial es por medio del cálculo de la rentabilidad media en empresas con diferente nivel de Índice Defensivo. En la Tabla 36 aparece esta comparación para la rentabilidad de las acciones ajustada por sector. Para las diferentes agrupaciones de tamaño analizadas en este Observatorio se compara la rentabilidad media de las empresas que no introducen medidas defensivas, grupo A, con la de empresas en las que se detectan una o dos, grupo B, y con la de empresas en las que se detectan más de dos (3 y 4 en la muestra analizada), grupo C.

Para todos los grupos de tamaño, las empresas con menor Índice Defensivo tienen una rentabilidad ajustada por sector superior a las del grupo de alto Índice Defensivo. En general se observa que a mayor Índice Defensivo menor rentabilidad ajustada por sector, aunque la comparación que recoge el efecto de forma más nítida es entre el grupo A y el grupo C. De este modo, en la última columna de la tabla aparece el contraste de diferencia de medias entre las empresas de Índice Defensivo bajo y las de Índice alto. Solo se detectan diferencias estadísticamente significativas en las empresas de capitalización elevada y del Ibex35. En esta tabla también se detectan diferencias económicamente significativas: como media, una empresa del Ibex35 del grupo de bajo Índice Defensivo tiene una rentabilidad corregida por sector positiva del 12,68%, mientras que la del grupo de alto Índice Defensivo es negativa y del -6,76%, lo que representa una diferen-



cia de  $12,68\% - (-6,75\%) = 19,44\%$ , que es económicamente muy significativa. Por lo tanto, los resultados obtenidos en este análisis más sencillo (y más imperfecto, pues no se ha considerado el efecto del ciclo económico y el efecto tamaño se ha truncado en cuatro niveles) son consistentes con lo que se ha observado al utilizar modelos de regresión múltiple.

**TABLA 36**  
**RENTABILIDAD DE MERCADO E ÍNDICE DEFENSIVO**

Rentabilidad de las acciones ajustada por sector (restando la rentabilidad del índice sectorial de la Bolsa de Madrid correspondiente, ambas rentabilidades consideran el pago de dividendos) para las empresas que dentro de cada grupo de tamaño pertenecen a tres agrupaciones según los valores que toma el Índice Defensivo. Este Índice es el porcentaje (en tanto por uno) del cumplimiento de 6 dimensiones. En la primera agrupación A, aparecen aquellas empresas en las que no se cumple ninguna de las dimensiones consideradas. En la agrupación B se cumplen 1 ó 2 de estas dimensiones, y en la agrupación C se cumplen entre 3 y 6 (pero en la muestra analizada no existen empresas con valores superiores a 4). Los datos se refieren a los ejercicios 2008 y 2009. La rentabilidad media del ejercicio 2009 se calcula para grupos de empresas según el Índice Defensivo del ejercicio 2008, y la del 2008 según el ejercicio 2007. Media, n°. de observaciones.

Agrupación por tamaño	Agrupaciones según niveles de Índice Defensivo. (# items de 6)			Total	Diferencia de medias
	A (0 de 6)	B (1 ó 2 de 6)	C (3-6 de 6)		Estadístico t (media A > media C)
Ibex35	12,68	-3,03	-6,76	-1,95	1,53*
	9	42	18	69	
Elevada	9,13	-19,21	-35,06	-19,29	2,20**
	6	38	11	55	
Intermedia	-11,28	-19,46	-14,71	-16,74	0,28
	18	40	5	63	
Reducida	-18,75	-18,41	-9,84	-17,43	-0,52
	11	47	8	66	
Total	-5,47	-14,97	-15,70	-13,44	1,41*

\* Significación estadística al 10%, \*\* al 5%.

En definitiva, los datos muestran una importante significación económica de la correlación detectada para el Índice Defensivo que no se halla al analizar el grado de cumplimiento de las recomendaciones. Por lo tanto, aunque el grado de cumplimiento de las 58 recomendaciones del *Código Unificado* sea de dudosa relevancia para la creación de valor empresarial, el actual formato de IAGC contiene información sobre prácticas de gobierno corporativo que sí están relacionadas con el rendimiento y valor.



El análisis presentado sería susceptible de mejora considerando más variables de control, otros factores que puedan afectar a las medidas de rendimiento y valor empresarial que no tienen nada que ver con las prácticas de gobierno corporativo, con la aplicación de una batería más extensa de contrastes estadísticos para así terminar de perfilar la robustez de los mismos. Sin embargo, los resultados de este sencillo análisis realizado por este Observatorio son tan significativos (económica y estadísticamente) y están tan respaldados por la evidencia hallada en trabajos académicos de vanguardia (por ejemplo, Bebchuk, Cohen y Ferrell, 2009, ya mencionado, o Gompers, Ishii y Metrick, 2003, publicado en el prestigioso *Quarterly Journal of Economics*) que caben pocas dudas de la relevancia del Índice Defensivo en su relación con la creación de valor en las empresas analizadas.

Finalmente, y dada la relevancia de este Índice, se analiza cómo se distribuye en la muestra. Un aspecto que puede justificar un menor Índice Defensivo es la concentración de propiedad. Si una empresa cuenta con un accionista o con un grupo de accionistas que poseen más del 50% de la misma no parece tan relevante introducir medidas de protección ante tomas de control no pactadas. Por lo tanto, en el modelo de regresión múltiple estimado para estudiar qué factores están correlacionados con el Índice Defensivo, además del tamaño (logaritmo de la capitalización bursátil) y de las variables ficticias que identifican cada ejercicio, se introduce un indicador de la concentración accionarial y variables ficticias para identificar a cada sector industrial para así controlar cualquier diferencia estructural que pudiera haber entre sectores. Las medidas de concentración de la propiedad analizadas son el porcentaje de propiedad del mayor accionista de la empresa así como el de los tres mayores accionistas. Se ha estimado un modelo con cada medida.



**TABLA 37**  
**ÍNDICE DEFENSIVO Y CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD**

Modelos de regresión múltiple en los que la variable que se ha de explicar es el Índice Defensivo y las variables explicativas son el logaritmo de la capitalización bursátil, el porcentaje de propiedad del máximo accionista de la empresa, de los tres máximos accionistas de la empresa, variables ficticias para identificar los diferentes años de la muestra, y variables ficticias para identificar los diferentes sectores industriales. Datos referidos a los ejercicios 2007, 2008 y 2009. Significación estadística de los coeficientes robusta a la heterocedasticidad y a la correlación entre las perturbaciones de una misma empresa. Huber (1967), White (1980, 1982) y Petersen (2009).

	Índice Defensivo	
Capitalización (Log)	0,036***	0,034***
% Mayor accionista	-0,001**	
% 3 mayores accionistas		-0,001*
# obs	389	389
% ajuste	71%	71%
F	34,57	34,15
Prob > F	0	0
Ficticias anuales	SÍ	SÍ
Ficticias sector	SÍ	SÍ

En la Tabla 37 se observa cómo la relación positiva entre tamaño e Índice Defensivo es estadísticamente significativa. Dadas las variables incluidas en estos modelos (variables ficticias por sector industrial y por ejercicio, y un indicador de concentración de la propiedad), los resultados indican que dentro de cada sector industrial, independientemente del ejercicio analizado, y para empresas con similar grado de concentración de la propiedad, a mayor tamaño mayor Índice Defensivo. Y, por último, el efecto de la concentración de la propiedad es el esperado, ya que a mayor concentración de propiedad menor necesidad de protección ante tomas de control indeseadas (la misma concentración de la propiedad es una medida en sí misma). Esto último también expresa una correlación que está corregida por los efectos que puedan introducir el tamaño de la empresa, los sectores industriales y las variaciones que pueda haber de un ejercicio a otro. En resumen, estas últimas estimaciones permiten caracterizar a la empresa con elevado Índice Defensivo como una empresa grande y de propiedad dispersa.

## F. RESUMEN

El análisis realizado no detecta una relación significativa entre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del *Código Unificado* y las medidas de rendimiento y valor



propuestas. Cuando se aplica a varios subconjuntos de las recomendaciones del *Código Unificado*, dicha relación tampoco es estadísticamente significativa.

El Índice Defensivo, que recoge la intensidad con la que las sociedades adoptan medidas de protección ante tomas de control, se relaciona negativamente con las medidas de rendimiento y valor empresarial analizadas. Mayores niveles del Índice Defensivo se corresponden con peores rendimientos o valores de las empresas. Este efecto es estadísticamente significativo y relevante desde el punto de vista económico.

El Índice Defensivo se construye con información sobre prácticas de gobierno corporativo contenidas en el formato actual del IAGC. Por lo tanto, aunque el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno del *Código Unificado* no esté relacionado con la creación de valor empresarial, la información sobre algunas prácticas de gobierno corporativo incluida en el IAGC parece estar relacionada con el rendimiento y valor de las sociedades.

### G. APUNTE METODOLÓGICO

Todo trabajo que analice el rendimiento y el valor que generan las empresas se debe aislar de los aspectos que afecten al valor o rendimiento y que no tengan nada que ver con las prácticas de gobierno corporativo. Por ello, la relación entre las medidas de gobierno corporativo y las medidas de rendimiento y valor de las empresas se ajustan por la rentabilidad obtenida por la empresa media del correspondiente sector industrial, por el efecto del tamaño en el rendimiento de la empresa y por el momento del ciclo económico que proporciona cada ejercicio. De esta manera, las diferencias en rendimiento y valor entre sectores industriales, entre empresas de diferente tamaño y entre ejercicios no afectarán a la relación que se obtenga entre las medidas de rendimiento o valor y las medidas de gobierno corporativo. A continuación se explica cómo se realiza el ajuste por cada uno de estos aspectos:

- Sector industrial: las medidas de rendimiento y valor utilizadas para cada empresa son la diferencia ente la medida de cada empresa y la medida de su sector. La medida de su sector es la mediana de esta medida en las empresas que conforman la muestra, excepto para el rendimiento de las acciones, en cuyo caso es la rentabilidad del correspondiente índice sectorial en la Bolsa de Madrid. Por ejemplo, en el caso del ROA, al ROA de cada acción se le restaría la mediana del ROA en las empresas de su sector que conforman la muestra. Es decir, solo se considera



como medida de rendimiento y valor de las empresas la diferencia respecto al sector industrial. De esta forma es posible comparar empresas de diferentes sectores industriales sin que los rendimientos diferenciados de los sectores que no tengan nada que ver con las prácticas de gobierno corporativo afecten a la relación estimada entre el rendimiento y valor que pueda generar una empresa y sus prácticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, es de esperar que las medidas de rendimiento y generación de valor de las empresas del sector Petróleo y Energía sean diferentes a las del sector Bancario, aunque las prácticas de gobierno corporativo fueran las mismas.

- **Tamaño de la empresa:** para evitar cualquier distorsión que el tamaño de la empresa pudiera introducir en la relación entre prácticas de gobierno corporativo y medidas de rendimiento y de generación de valor de las mismas solo se deberían comparar empresas del mismo tamaño. Es decir, dentro de empresas del mismo tamaño es donde se debería analizar si las empresas con mejores prácticas de gobierno obtienen mejores resultados. Los modelos de regresión múltiple constituyen un instrumento estadístico que permite realizar esta comparación homogénea por tamaño. Por lo tanto, para controlar por tamaño, y para, de facto, comparar empresas del mismo tamaño, se analizan modelos de regresión múltiple donde la variable a explicar es la medida de rendimiento y de generación de valor de las empresas. Las variables explicativas serán la capitalización de la empresa (como medida de tamaño) y diferentes medidas de gobierno corporativo. En estos modelos de regresión múltiple el coeficiente de una medida de gobierno corporativo indicará cómo cambia la medida de rendimiento una empresa cuando se modifica esta medida de gobierno corporativo en una unidad y los demás factores no varían, es decir, cuando el tamaño de la empresa no varía. Por lo tanto, constituye un instrumento para valorar la correlación entre una medida de gobierno corporativo y la medida de rendimiento de la empresa comparando solo empresas del mismo tamaño.
- **Ejercicio:** el rendimiento y el valor de las empresas varía de año en año por motivos ajenos a cualquier práctica de gobierno corporativo. Por lo tanto, para evitar que estas variaciones afecten a la relación estimada entre prácticas de gobierno y rendimiento y valor de las empresas, deberían analizarse datos de un mismo año. Esto se realizará en este estudio con los modelos de regresión múltiple en los que, además de la capitalización, se añadirán variables especiales para identificar cada ejercicio: una para 2009 y otra para 2008. La de 2009 toma valor 1 para las observaciones del 2009 y cero para las demás, y lo mismo





ocurre con la del 2008 (se las conoce como variables ficticias). Por ejemplo, si la variable a explicar es la rentabilidad de las acciones (corregida por sector), el coeficiente de la medida de gobierno corporativo indicará cómo podemos esperar que varíe la rentabilidad si se incrementa la medida de gobierno en una unidad, siempre y cuando nada más cambie, es decir, para las empresas del mismo tamaño y en el mismo ejercicio.

Finalmente, para interpretar las estimaciones hay varios aspectos que se deben aclarar. En primer lugar, como medida de tamaño de las empresas se toma el logaritmo de la capitalización bursátil de cada una. Esto se debe a que las variables a explicar en las diferentes regresiones son medidas relativas, por lo que introducir la capitalización en euros (incluso en millones de euros) provocaría coeficientes extremadamente pequeños (independientemente de lo significativos que pudieran ser estadísticamente y económicamente hablando). El cómputo de logaritmos también reduce los valores extremos de la serie sin que se pierda su efecto sobre la variable explicada, con lo que se corrige el problema de heteroscedasticidad. En segundo lugar, aunque no podamos hablar de relaciones causa-efecto se introducen las variables de gobierno corporativo con un retardo en los modelos de regresión múltiple. Tomando un ejemplo, para explicar las medidas de rendimiento y valor del ejercicio 2009 (2008) se utilizan las medidas de gobierno corporativo del 2008 (2007). Esto pretende dificultar que se detecte correlación por la existencia de empresas que al obtener buenos resultados decidan invertir en mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. Pero aún así no es posible hablar de causa-efecto. Aunque se detectara correlación positiva no es posible descartar que existan empresas que obtienen buenos resultados cada año y que, al disponer de más recursos, deciden invertir en prácticas de gobierno corporativo, y que éstas no provoquen mejores resultados. En tercer lugar, para valorar los resultados de las estimaciones de los modelos de regresión múltiple se utilizan los siguientes estadísticos:

- El contraste  $t$  sobre la significación estadística de los parámetros estimados: este test pretende contrastar para cada parámetro si es significativamente diferente de cero. Un coeficiente puede tomar valores elevados, pero éstos pueden no ser significativos estadísticamente y distintos de cero, es decir, elevados valores que no capturan la existencia de relación entre dos variables. En el contexto de una regresión simple la explicación es inmediata. Si, por ejemplo, explicamos el ROA mediante un índice de gobierno y no hay relación alguna entre estas dos magnitudes (son totalmente independientes) el modelo de regresión ofrecerá los parámetros de la recta que mejor se ajusta a la nube de puntos (gráfico



ROA-índice de gobierno), esto es, la que minimiza los errores (matemáticamente siempre se obtienen los parámetros en un modelo de regresión, aunque relacionemos variables totalmente independientes). Pero al no haber relación alguna, el parámetro estimado para el índice de gobierno puede tomar valores muy grandes o muy pequeños debido a pequeñas variaciones en la forma que toma la nube de puntos. El contraste T determinará si estadísticamente existe correlación (el parámetro estimado del índice de gobierno es en realidad no nulo) o si las variables son independientes. Para ello se estudia cómo deberían ser los valores que tomaría el estadístico T si el parámetro fuera en realidad nulo. Si el valor que acaba tomando este estadístico es poco probable bajo este supuesto, se interpreta que el coeficiente valorado es estadísticamente diferente de cero. Este nivel de probabilidad se conoce como nivel de significación. Por lo tanto, al decir que un coeficiente es significativo al 5% esto significa que el estadístico T ha tomado un valor que solo se debería dar en un 5% de los casos si el coeficiente fuera, en realidad, nulo (como es tan poco probable se entiende que el supuesto de que es nulo es incorrecto). En las tablas con los resultados de las estimaciones se marcarán con «\*\*\*» los coeficientes estadísticamente significativos al 0,1%, con «\*\*» al 1%, y con «\*» al 5%.

- El coeficiente de determinación (% de ajuste): este coeficiente es una estimación del porcentaje de la variación en la variable a explicar (dependiente) que se puede inferir a partir del modelo estimado. En otras palabras, «1% de ajuste» es el porcentaje de la variación en la variable dependiente que no explica el modelo estimado. En el extremo, si el coeficiente de determinación fuese del 100% significaría que no existen errores. A menor coeficiente de determinación es más probable que se den desviaciones respecto al efecto previsto por el modelo.
- El contraste F mide a la vez la significación estadística de todas las variables explicativas del modelo. Tal y como se ha indicado en referencia al contraste T, el coeficiente de una variable explicativa puede ser muy grande pero no recoger correlación alguna. Este contraste F consiste en una valoración del conjunto de variables explicativas del modelo. Analiza si en su conjunto todos estos parámetros recogen una correlación diferente de cero o no, es decir, si son en realidad cero o no.

Tanto los contrastes T como F se basan en técnicas robustas a la existencia de problemas de heterocidasticidad y de correlación entre las perturbaciones de los modelos esti-



mados (diferencia entre el valor de la variable a explicar previsto por el modelo y el valor que toma en la realidad). Pero además se utilizan los últimos avances estadísticos planteados por Petersen (2009) en su artículo de la *Review of Financial Studies* para este tipo de datos en que hay varias observaciones para cada empresa. Pueden consultarse los detalles técnicos de estos ajustes en el citado artículo.





### VII. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Los estudios internacionales de comparación de prácticas de gobierno corporativo se caracterizan en su mayoría por el uso de medidas agregadas en forma de índices de buen gobierno que recogen una amalgama muy diferente de conceptos. Sin embargo, otros estudios se centran en un conjunto de prácticas de gobierno con el fin de analizar su grado de implementación y, en ocasiones, su impacto sobre otras magnitudes.

Este apartado analiza de forma comparada algunas características del gobierno corporativo en los países occidentales y de nuestro entorno con las de las sociedades cotizadas en España. Se trata de un análisis limitado a unos pocos aspectos para los que la información disponible permite una comparación homogénea entre países.

Se trata de un análisis donde las fuentes de información son estudios publicados para diferentes países y por diversos organismos. Estos informes son el de Assonime en Italia, titulado *An analysis of the compliance with the Italian corporate governance code, Year 2009*, el de Riskmetrics Group con el título *Board Practices The Structure of Boards of Directors at S&P 1,500 Companies 2010 Edition*, el estudio de Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 Boards in turbulent times*, el de la Autorité des Marchés Financiers, cuya versión inglesa es *AMF 2009 Report on Corporate Governance and Internal Control*, el que lleva por título *Annual Report on the Corporate Governance of Listed Companies in Portugal*, de la Comisao do Mercado de Valores Mobiliarios, el *Insight Corporate Governance Germany*, disponible en [www.icgg.biz](http://www.icgg.biz) y, finalmente, el índice de Gompers, Ishii y Metrick actualizado correspondiente al trabajo *Corporate Governance and Equity Prices* publicado en el *Quarterly Journal of Economics* en febrero de 2003.

Los datos de las sociedades en España provienen de la propia base de datos del Observatorio, y muestran dos tipos de comparaciones: (i) para las comparaciones con algunos índices de referencia de ciertos países se toman los valores de las variables de



las sociedades del Ibex35 que se catalogan como *Índices de Referencia*, y: (ii) para comparaciones con datos de países que cubren todo el mercado se toman los datos de las sociedades del Mercado Continuo, catalogados como *Muestra Completa*. Dada la estabilidad mostrada en las prácticas de gobierno corporativo, los datos presentados en la mayoría de los casos corresponden al ejercicio 2009, con algunas excepciones para el 2008. De este modo los datos de las sociedades cotizadas en España son, tanto para el Ibex35 como para el Mercado Continuo, el valor medio de los ejercicios 2008 y 2009.

Bajo la etiqueta de Índices de referencia se comparan 35 sociedades del Ibex35 en España con 40 sociedades del CAC 40 del mercado francés, 30 sociedades del Dax Alemán, 20 sociedades del índice PSI-20 para Portugal y 39 sociedades de Italia del índice FTSE/Mib. Los datos para las sociedades Inglesas se toman del FTSE50. La muestra completa para los países en los que se publican datos comparables la forman 282 sociedades de Italia, 100 de Francia, 47 del mercado portugués y 130 del Mercado continuo en España, además de 1.468 sociedades de Estados Unidos incluidas en el S&P 1.500.

Los elementos que forman parte de las prácticas de gobierno que son comparables se reducen a dos categorías. En primer lugar, al Consejo de Administración en los aspectos que se refieren a su tamaño, actividad y composición. El segundo elemento de comparación es el rol del Presidente del Consejo de Administración y su evaluación. La información sobre remuneración agregada del Consejo de Administración no es suficientemente homogénea para establecer una comparación razonable.

## **A. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

De las características del Consejo de Administración destacan el número de miembros, su composición según diversos tipos de consejeros y la diversidad de género como elementos que lo definen y lo hace comparable en un contexto internacional. En la se muestra la cuantificación comparada de forma detallada.



**TABLA 38**  
**COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE TAMAÑO Y COMPOSICIÓN**

El número que aparece se refiere al porcentaje medio para las muestras reducidas, propias de los índices más representativos de cada país, y para la muestra completa en los países en que está disponible.

País	# de Consejeros		% Ejecutivos		% Independientes		Div. género	
	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia
España	11,3	13,5	19,2	14,8	32,8	36,7	41,7	48
Francia	10	14,6		6	46	32		77
Italia	9,7	13,4	33,3	21	35,6	45		33
Portugal	9,4	13,0	49,4	43	20,9	22		30
Alemania		17,7		5		30		80
Inglaterra		8,5		2		86		82
USA	9		16		78		70	



Los valores de tamaño del Consejo son relativamente similares entre países, con la excepción de las grandes empresas en Alemania. Es remarcable la manera en que el tamaño de las sociedades cotizadas en España está en línea con el de los países de nuestro entorno. La proporción de consejeros ejecutivos en el conjunto de sociedades también se queda por debajo de los de Italia y Portugal, si bien es significativamente superior al de las sociedades cotizadas en Inglaterra. Donde se ilustran mejor las diferencias entre los sistemas de gobierno de los países anglosajones y los de Europa Continental es en la proporción de Consejeros Independientes. Efectivamente, los promedios cercanos al 80% solo se dan en Inglaterra y en Estados Unidos, mientras que en España la estructura se encuentra nuevamente en niveles intermedios en relación con el resto de Europa Continental. En los aspectos de diversidad de género, que recoge respuestas algo diferentes entre países, la comparación arroja unos resultados hasta cierto punto acordes con estereotipos de países: Portugal, Italia y España cumplen en menor medida con las recomendaciones de diversidad de género que el resto de países analizados, incluido Estados Unidos.

Otros aspectos del funcionamiento del Consejo, como el grado de asistencia, se pueden medir de diferentes formas. Así, en la Tabla 39 el valor del 7% para Estados Unidos recoge la proporción de empresas que informan de que al menos un director ha asistido a menos del 75% de las reuniones convocadas. En Italia, para el conjunto de las sociedades se sabe que el 53% de los consejeros estuvieron presentes en todas las reuniones del Consejo. Los datos que figuran para España, tanto en la muestra completa del Mercado Continuo como para la sub-muestra del Ibex35, los porcentajes se refieren al número de no asistencias en relación al número de reuniones convocadas, sean o no repetidas en la misma sociedad o por el mismo consejero. Para el resto de sociedades, en sus respectivos índices de referencia, los datos recogen el porcentaje medio de no asistencia sobre todas las reuniones de los Consejos realizadas. En este aspecto, y en términos comparados, destaca un grado de cumplimiento más que aceptable para las sociedades españolas.

Un último aspecto que es posible comparar con los datos disponibles es la duración del mandato de los consejeros. Los valores promedio se refieren a cualquier tipo de consejero, dando una idea de los niveles de rotación en los distintos países. La situación comparada de las sociedades españolas es de nuevo perfectamente homologable al resto de países de nuestro entorno.





TABLA 39

**COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE ASISTENCIA Y DURACIÓN DE LOS CONSEJEROS**

El número que aparece se refiere al porcentaje medio para las muestras reducidas, propias de los índices más representativos de cada país, y para la muestra completa en los países en que está disponible.

País	% No asistencias		# medio años cargo	
	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia
España	5,2	4,8	6,9	4,5
Francia		13		6,8
Italia		11		4,2
Portugal	11,2	9	7,2	4,8
Alemania				5,7
Inglaterra				4,2
Estados Unidos	7		8,9	

**B. EL PRESIDENTE DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Entre las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno en diversos países figura la no coincidencia de los cargos de máximo ejecutivo y de Presidente del Consejo de Administración.

TABLA 40

**COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE PRESIDENTES EJECUTIVOS**

El valor se refiere al porcentaje medio para las muestras reducidas, propias de los índices más representativos de cada país, y para la muestra completa en los países en que está disponible.

País	Presidente ejecutivo		Presidente primer ejecutivo		Evaluación anual del Consejo	
	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia	Muestra Completa	Índice de Referencia
España	73,2	72	63	52	68,9	84
Francia		72	63	42	55	78
Italia		26	29	13	50,4	72
Portugal	72,8	55		30		20
Alemania		53		0		93
Inglaterra		6		0		98
Estados Unidos	56		43			



De entre los países de Europa continental destaca el bajo porcentaje de Italia en la característica de Presidentes del Consejo de Administración Ejecutivos. Alemania e Inglaterra no tienen entre sus grandes sociedades Presidentes que sean a la vez el máximo ejecutivo, lo que es en buena medida atribuible al sentido de las recomendaciones de sus respectivos códigos de buenas prácticas. Adicionalmente, en estos dos países las prácticas de evaluación del Consejo y de máximo ejecutivo están ampliamente extendidas. La situación española se caracteriza por mantener unos elevados porcentajes de Presidentes con cargos ejecutivos en la sociedad. Una buena proporción de éstos ostentan además el cargo de primer ejecutivo de las sociedades. Estos datos son comparables con los de Francia y, en cierta medida, con los de Portugal. También destacan las sociedades españolas al declarar que tienen establecidos sistemas de evaluación de la actividad del Consejo y de sus miembros.

En resumen, esta breve comparación permite afirmar que, de los aspectos del Consejo de Administración comparados, la posición de las sociedades españolas es perfectamente homologable a la de los países del entorno. En algunos aspectos, como la composición o la actividad, están incluso en línea con los comportamientos de los países anglosajones.



## **VIII. CONCLUSIONES**

Este apartado recoge los aspectos más relevantes que se desprenden del análisis realizado por el Observatorio de Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo 2010. Las conclusiones se agrupan según la estructura del estudio, que cubre la descripción de las prácticas de gobierno corporativo más relevantes, el análisis de la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones y el rendimiento y, finalmente, la comparación de aspectos del Consejo de Administración en un contexto internacional.

El análisis comparado de las prácticas de gobierno corporativo con el ejercicio anterior no muestra cambios tan significativos como los recogidos en 2007, momento en el que se aplicó el Código Unificado. Sin embargo, se puede concluir que se avanza de manera consistente en situar el tamaño del Consejo de Administración dentro de las recomendaciones del Código Unificado. También mejora la presencia de consejeros independientes en relación al capital flotante, y se ajusta mejor la relación entre la proporción de consejeros dominicales y el porcentaje del capital que está bajo control de los accionistas significativos. Aunque a un ritmo pausado, la diversidad de género en los Consejos ha ido creciendo en importancia. Resulta destacable que las propuestas de nombramiento de consejeros provienen cada vez más de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones que muchas sociedades incorporan, y que afectan no solo a los consejeros independientes, sino también, y de forma creciente, a consejeros no independientes. Cada vez con más frecuencia, en un proceso de retroalimentación de esta comisión, su Presidente es un consejero independiente. La autoevaluación periódica del funcionamiento del Consejo de Administración es ya una práctica reconocida por más de dos tercios de sociedades del Mercado Continuo. Para los consejeros que ejercen como tales en múltiples sociedades la tendencia creciente es el establecimiento de un límite de Consejos en los que puedan participar.



Mejora la transparencia en las decisiones en la medida en que el Consejo de Administración es el órgano que aprueba, cada vez con menos excepciones, las transacciones relevantes entre la sociedad y sus accionistas significativos, o entre la sociedad y sus administradores y directivos. La Junta de Accionistas también es más relevante en el sentido de que es informada cada vez con más frecuencia acerca de la introducción de cláusulas de blindaje en los contratos con sus altos directivos.

No se observan avances en el establecimiento de limitaciones al mandato de los consejeros independientes ni en el número de empresas que cuentan con consejeros independientes que superan los 12 años de antigüedad. A pesar de que no es una recomendación del Código Unificado, ha aumentado el número de sociedades que acumulan los cargos de Presidente y primer ejecutivo.

En relación con las retribuciones, el 10% de las sociedades del Mercado Continuo no somete los contratos blindados a la aprobación del Consejo ni de la Junta de Accionistas, y este porcentaje se mantiene entre las sociedades del Ibex35. En un contexto de disminución de los beneficios de las sociedades del Mercado Continuo se observa un incremento de la remuneración media global del Consejo de Administración respecto a 2008. Este extremo se confirma tanto para las sociedades con resultados positivos como para las que obtuvieron pérdidas.

Sigue siendo habitual que las firmas de auditoría realicen otros trabajos para las sociedades que auditan, y no ha disminuido la proporción sobre el total que la firma de auditoría factura a las sociedades que representan. Finalmente, cabe mencionar que las restricciones para poder presidir el Consejo de Administración, o las exigencias de mayoría reforzada, al igual que los límites al porcentaje de votos que puede emitir un accionista, son prácticas que afectan a un número reducido de sociedades que no han aumentado en este último ejercicio.

En el apartado que analiza el rendimiento de las sociedades y sus prácticas de gobierno corporativo se concluye de forma clara que no existe una relación significativa entre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado y las medidas de rendimiento y valor propuestas. Este análisis es consistente para las cinco medidas de rendimiento y valor consideradas, tales como la rentabilidad bursátil, la Q de Tobin, el Market to book ratio, la rentabilidad de los activos (ROA) y la rentabilidad de los recursos propios (ROE). Un análisis adicional muestra además que, cuando se aplica a diversos subconjuntos o agrupaciones de las recomendaciones del Código Unificado, dicha relación tampoco es estadísticamente significativa.



Se ha construido de forma alternativa un Índice Defensivo que se basa en la información contenida en el formato actual del IAGC, y que recoge la intensidad con la que las sociedades adoptan medidas de protección ante tomas de control. Este índice de seis medidas incluye blindajes, medidas anti-opa declaradas por las sociedades, límites en el derecho de voto, restricciones en las votaciones de la Junta General de Accionistas y en el Consejo de Administración, así como acuerdos restrictivos entre accionistas o pactos parasociales.

Los resultados de las estimaciones de los modelos de regresión revelan que mayores niveles de Índice Defensivo van acompañados de peores rendimientos o valoración de las empresas. Este efecto es estadísticamente significativo y relevante desde el punto de vista económico.

El estudio finaliza con una breve comparación internacional de aspectos de la composición y funcionamiento del Consejo de Administración. Las limitaciones de datos estrictamente comparables, así como la diversidad de fuentes, hacen que las conclusiones sean poco relevantes, si bien es cierto que los datos apuntan a que la posición de las sociedades españolas es perfectamente homologable a la de los países del entorno, incluso en relación con la composición o la actividad que desarrollan los consejos de sociedades cotizadas en los países anglosajones.

España ha avanzado en prácticas de Gobierno Corporativo y continuará avanzando en los próximos años. La adaptación de nuestras empresas cotizadas a niveles europeos debe realizarse sin prisa pero sin pausa, sin posiciones verticales ni imposiciones, sino con un paso continuo y abordando fases de mejora y transición. La reciente publicación de la Ley de Economía Sostenible marca un paso relevante en materia de *disclosure* sobre retribuciones, por la vía de la regulación en lugar de la aplicación de un método de autorregulación como venía siendo la tónica hasta ahora, lo que mejorará la transparencia en la materia.

El buen gobierno corporativo (Corporate Governance) debe ser un conjunto de principios que sirvan de guía a las empresas para implementar un modelo constructivo (*constructive corporate governance*), que aúne los intereses de accionistas y gestores para el mejor desarrollo de las Sociedades, no un cinturón de hierro que restrinja su capacidad operativa. Como se describe en este informe, el cumplimiento de sus principios, no garantiza la eficacia de los mismos sobre los resultados operativos de la empresa, pero la reviste de un sistema formal, ético y de transparencia para monitorizar la gestión de los ejecutivos y las relaciones con los accionistas, comúnmente



aceptado por la comunidad financiera internacional, y en el que España y sus empresas deben avanzar.

En este sentido, este informe es una muestra de cómo progresan nuestras principales empresas en la materia y, en todo caso, perfila en un punto estático del tiempo, la mejora apreciable que en los últimos años se ha producido.



## IX. ANEXOS

### A. LISTADO DE SOCIEDADES

**TABLA 41**  
**LISTADO ALFABÉTICO DE LAS SOCIEDADES ANALIZADAS CUYO IAGC PARA EL EJERCICIO 2009 ESTÁ DISPONIBLE EN LA CNMV**

ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	CIE AUTOMOTIVE, S.A.
ACCIONA, S.A.	CINTRA CONCESIONES DE INFRAESTRUC- TURAS DE TRANSPORTE
ACERINOX, S.A.	CLINICA BAVIERA, S.A.
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	CODERE, S.A.
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE PETRÓLEOS, S.A.
AFIRMA GRUPO INMOBILIARIO, S.A.	COMPAÑÍA LEVANTINA DE EDIFICACIÓN Y OBRAS PÚBLICAS
AMPER, S.A.	COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA, S.A.
ANTENA 3 DE TELEVISION, S.A.	CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES, S.A
AVANZIT, S.A.	CORPORACIÓN DERMOESTÉTICA, S.A.
AZKOYEN, S.A.	CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	CRITERIA CAIXACORP, S.A.
BANCO DE SABADELL, S.A.	DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.A., SCR
BANCO DE VALENCIA, S.A.	DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.
BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.	DURO FELGUERA, S.A.
BANCO GUIPUZCOANO, S.A.	EBRO PULEVA, S.A.
BANCO PASTOR, S.A.	ELECNOR, S.A.
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	ENAGAS, S.A.
BANCO SANTANDER, S.A.	ENDESA, S.A.
BANKINTER, S.A.	ERCROS, S.A.
BARON DE LEY, S.A.	EXIDE TECHNOLOGIES, S.A.
BEFESA MEDIO AMBIENTE, S.A.	FAES FARMA, S.A.
BODEGAS RIOJANAS, S.A.	FERGO AISA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS	FERSA ENERGÍAS RENOVABLES, S.A.
CAMPOFRÍO FOOD GROUP, S.A.	
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.	



FLUIDRA, S.A.  
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.  
FUNESPAÑA, S.A.  
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.  
GAS NATURAL SDG, S.A.  
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A.  
GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A.  
GRIFOLS, S.A.  
GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A.  
GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.  
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSÉ, S.A.  
IBERDROLA RENOVABLES, S.A.  
IBERDROLA, S.A.  
IBERIA LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA, S.A.  
IBERPAPEL GESTIÓN, S.A.  
INBESOS, S.A.  
INDO INTERNACIONAL, S.A.  
INDRA SISTEMAS, S.A.  
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.  
INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.  
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.  
INYPSA INFORMES Y PROYECTOS, S.A.  
JAZZTEL, PLC.  
LA SEDA DE BARCELONA, S.A.  
LABORATORIOS ALMIRALL, S.A.  
LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S.A.  
LINGOTES ESPECIALES, S.A.  
MAPFRE, S.A.  
MARTINSA-FADESA, S.A.  
MECALUX, S.A.  
METROVACESA, S.A.  
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A.  
MONTEBALITO, S.A.  
NATRA, S.A.  
NATRACEUTICAL, S.A.  
NH HOTELES, S.A.  
NICOLÁS CORREA, S.A.  
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.  
PAPELES Y CARTONES DE EUROPA, S.A.  
PESCANOVA, S.A.  
PRIM, S.A.  
PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.  
PROSEGUR, COMPAÑÍA DE SEGURIDAD, S.A.  
PULEVA BIOTECH, S.A.  
REALIA BUSINESS, S.A.  
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.  
RENTA 4 SERVICIOS DE INVERSIÓN, S.A.  
RENTA CORPORACIÓN REAL ESTATE, S.A.  
REPSOL YPF, S.A.  
REYAL URBIS, S.A.  
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.  
SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.  
SNIACE, S.A.  
SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, S.A.  
SOL MELIÁ, S.A.  
SOLARIA ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.  
SOS CUÉTARA, S.A.  
SOTOGRANDE, S.A.  
TAVEX ALGODONERA, S.A.  
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.  
TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGÍA, S.A.  
TELEFÓNICA, S.A.  
TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.  
TUBACEX, S.A.  
TUBOS REUNIDOS, S.A.  
UNIPAPEL, S.A.  
URALITA, S.A.  
URBAS GUADAHERMOSA, S.A.  
VÉRTICE TRESCIENTOS SESENTA GRADOS, S.A.  
VIDRALA, S.A.  
VISCOFAN, S.A.  
VOCENTO, S.A.  
VUELING AIRLINES, S.A.  
ZARDOYA OTIS, S.A.  
ZELTIA, S.A.





## X. BIBLIOGRAFÍA

- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, (2003): Código de buenas prácticas para la divulgación de la información financiera en Internet, AECA, Madrid.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, Kyung Suh Park (2004): Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 71. pp. 265-313.
- Barca, F y M.Becht (eds) (2001): The Control of Corporate Europe, Oxford, Oxford University Press
- Bradley, Nick (2004): Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail, *Corporate Governance, an International Review*, Volume 12, Number 1.
- Chhaochharia, Vidhi y Grinstein, Yaniv (2007): Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules, *The Journal of Finance*, Vol. 62, Issue 4, pp. 1789-1825.
- Core, John E., Wayne R. Guay y Tjomme O. Rusticus (2006): Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, *The Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 2.
- Dittmar, Amy y Jan Mahrt-Smith (2007): Corporate governance and the value of cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 599-634.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii and Andrew Metrick (2003): Corporate Governance and Equity Prices, 118. *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1).
- OECD: Principles of Corporate Governance, 2004 Edition.
- Patel S., y Dallas G., (2002): Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and study results-United States, *Social Science Research Network*, Working Paper.
- Securities and Exchange Commission, SEC (2003): Disclosure in Management Discussion and Analysis about of-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, April.



- Watson, A., Shrives, P., y Marston, C. (2002): Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK, *British Accounting Review*, 34: 289-313.
- Huber, P. (1967): The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions. Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability, 221-223, Berkeley, University of California Press.
- Petersen, M. (2009): Estimatinf Standard Erros in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- White, H. (1980): A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica*, 48, 817-838.
- White, H. (1982): Maximum likelihood estimation of misspecified models. *Econometrica*, 50, 1-25.



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.	Sociedades por sectores .....	18
Tabla 2.	Sociedades por tamaños .....	19
Tabla 3.	Concentración de propiedad por tamaños .....	22
Tabla 4.	Rotación del capital flotante en el mercado .....	26
Tabla 5.	Propiedad de los consejeros .....	27
Tabla 6.	Tamaño y reuniones anuales del Consejo de Administración .....	28
Tabla 7.	Tipología de consejeros del Consejo de Administración .....	29
Tabla 8.	Mandato de los consejeros .....	31
Tabla 9.	Mujeres en Consejos de Administración .....	32
Tabla 10.	La Comisión de Nombramientos y Retribuciones en los nombramientos de consejeros .....	33
Tabla 11.	Consejeros en sociedades similares y conflictos de interés .....	35
Tabla 12.	Concentración de poder en el Presidente del Consejo .....	36
Tabla 13.	Comisiones del Consejo de Administración .....	37
Tabla 14.	Comisión Ejecutiva .....	39
Tabla 15.	Comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones .....	41
Tabla 16.	Porcentajes de sociedades que incorporan diversas prácticas de control de riesgos .....	45
Tabla 17.	Composición de la retribución .....	46
Tabla 18.	Remuneración del Consejo y resultados de las sociedades .....	48
Tabla 19.	Remuneración media individual por tipología en miles de € .....	52
Tabla 20.	Remuneración media individual por tipología en miles de € y transparencia en la política de remuneración del Consejo .....	53
Tabla 21.	Remuneración media individual por tipología en miles de € y contratos de blindaje a favor de la alta dirección .....	56
Tabla 22.	Requisitos de asistencia a las Juntas .....	57
Tabla 23.	Porcentajes de asistencia a la JGA .....	58
Tabla 24.	Aprobación de las operaciones vinculadas .....	59



Tabla 25. Otros trabajos auditoras .....	60
Tabla 26. Protecciones en Junta y en Consejo .....	62
Tabla 27. Protecciones por pactos entre accionistas .....	63
Tabla 28. Porcentajes de cumplimiento de las recomendaciones del CU por niveles de capitalización .....	68
Tabla 29. Agrupación de recomendaciones del CU y grado de cumplimiento ..	69
Tabla 30. Cinco recomendaciones del CU con menor cumplimiento .....	70
Tabla 31. Rendimiento y valor empresarial .....	73
Tabla 32. Medidas de rendimiento o valor y cumplimiento total del CU .....	75
Tabla 33. Medidas de rendimiento o valor y cumplimiento parcial del CU .....	77
Tabla 34. Índice Defensivo por tamaño y sectores .....	80
Tabla 35. Medidas de rendimiento o valor e Índice Defensivo .....	81
Tabla 36. Rentabilidad de Mercado e Índice Defensivo .....	84
Tabla 37. Índice Defensivo y concentración de la propiedad .....	86
Tabla 38. Comparación Internacional de tamaño y composición .....	95
Tabla 39. Comparación Internacional de asistencia y duración de los consejeros	97
Tabla 40. Comparación Internacional de Presidentes Ejecutivos .....	97
Tabla 41. Listado alfabético de las sociedades analizadas cuyo IAGC para el ejercicio 2009 está disponible en la CNMV. ....	103



## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Distribución de la concentración de propiedad .....	23
Figura 2. Tipología de accionistas propietarios .....	24
Figura 3. Composición del Consejo de Administración .....	29
Figura 4. Comisiones del Consejo de Administración .....	38
Figura 5. Remuneración por tipología de tamaño y grupos de tamaño .....	51
Figura 6. Autorización e Información de blindajes .....	54
Figura 7. Rendimiento o valor y cumplimiento total del CU .....	76
Figura 8. Rendimiento o valor y cumplimiento parcial del CU .....	78
Figura 9. Rendimiento y valor e Índice Defensivo .....	82





## PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.): Resumen del estudio en Español. Resumen del estudio en Inglés.
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de Accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.



- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entrono empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, 2006.
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional, 2007
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, 2007 Resumen del estudio en Inglés.
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).





- Nº 28 El Sistema Bancario Español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo español, 2009.
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos enfoques para viejos riesgos financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los aspectos cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo 2010.



**ENTIDADES PATRONO DE  
LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFÓNICA, S.A.  
ENDESA, S.A.  
FUNDACIÓN IBERDROLA  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CAJA MADRID  
FUNDACIÓN REPSOL  
CITI  
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, SUCURSAL EN ESPAÑA  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA  
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS  
ACCIONA  
BANCO SABADELL  
DELOITTE  
ERNST & YOUNG  
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA  
KPMG  
INDRA SISTEMAS, S.A.  
LA CAIXA  
MAPFRE  
ZURICH ESPAÑA  
FUNDACIÓN BANCAJA  
CECA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URÍA & MENÉNDEZ  
ACS  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSECOOPERS  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
J&A GARRIGUES, S.L.  
BAKER & MCKENZIE

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS