

## 1.4. PRECURSORES DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES III: EL BUEN GOBIERNO

**BORJA MIRANDA**

*Managing Director Morrow Sodali*

### RESUMEN

El gobierno corporativo, uno de los tres factores esenciales que determinan la sostenibilidad de una inversión en una empresa, tiene su base teórica en el llamado Conflicto de Agencia, donde un Agente (los gestores) tienen que velar por los intereses de otro, el Principal (los accionistas), relación en la que pueden existir potenciales conflictos de interés. Así, a raíz de la consolidación de la inversión pasiva y la concienciación de que el rendimiento de una inversión trasciende del plano financiero, los inversores han decidido potenciar el control y la supervisión sobre sus intereses e inversiones a través del ejercicio de sus derechos de voto, impulsando incluso el activismo accionarial. El gobierno de las corporaciones se articula en torno a la composición del consejo de administración, el diseño de elementos retributivos al equipo gestor, la transparencia, etc. confluyendo en muchos casos en el ejercicio de voto en la junta de accionistas.

### CONCEPCIÓN TEÓRICA

#### *Definición*

El gobierno corporativo es el conjunto de procesos, políticas y relaciones por las que las empresas son gestionadas y controladas. Articula los derechos y responsabilidades entre los distintos participantes en la empresa, tales como el consejo de administración, los gestores, los accionistas y otros grupos de interés, y define las reglas en la toma de decisiones en asuntos corporativos. Asimismo, el gobierno corporativo gestiona los conflictos de interés entre las partes. Finalmente, es uno de los tres factores centrales (junto con el

ambiental y el social) que miden la sostenibilidad e impacto social de una inversión en una empresa o negocio.

### *El Problema de Agencia*

El Problema de Agencia, o de Agente-Principal, constituye la base teórica para el desarrollo del gobierno corporativo como realidad aplicada a la empresa. Definido de manera formal en 1976 por Michael C. Jensen y William H. Meckling, es una teoría empleada en ciencia económica y política que se asocia con frecuencia a problemas relativos a conflictos de intereses, de información asimétrica, de incertidumbre y de riesgo moral.

El Problema del Agente-Principal describe el dilema que se produce cuando alguien (el Agente) decide en nombre de otra persona (el Principal) sobre el que repercuten dichas decisiones. El conflicto aparece con el riesgo de que el Agente tome decisiones que realmente vayan en su propio interés y no en el del Principal, o incluso en su detrimento.

Aplicado en la esfera empresarial, el Problema Agente-Principal aplica a las relaciones cuando los gestores de la empresa (Agente) y los socios capitalistas de la misma (Principal) no son las mismas personas, siendo los gestores los empleados de los propietarios, responsabilizándose del interés de la empresa en beneficio de estos últimos.

### *Agencia Común*

El planteamiento teórico que mejor encarna el conflicto real existente en las empresas cotizadas, que es donde el gobierno corporativo ha de desarrollarse en mayor grado, es el de agencia común. En él, el gestor tiene que satisfacer varios intereses, a veces contrapuestos entre sí, debido a que los propietarios son múltiples, con diferentes intereses y tamaños. De hecho, en las empresas cotizadas los gestores, que tienen sus propios intereses habitualmente satisfechos por un salario, han de satisfacer a un accionariado cada vez más diverso, donde conviven accionistas minoristas y accionistas significativos o de control, accionistas fundadores de la sociedad con planteamientos a largo plazo y accionistas especulativos, accionistas intervinientes de manera activa en la gestión y accionistas pasivos. Adicionalmente, con la reciente inclusión de la visión de los grupos de interés (*stakeholders*) de la empresa, categoría que trasciende del concepto de propietario de Principal, la variedad y cantidad de intereses a los que el Agente ha de gestionar se ha multiplicado.

Por tanto, en vista de esto podría concluirse que el gobierno corporativo es la articulación de las relaciones entre los gestores y los accionistas de la empresa en beneficio de los intereses de ambos y del resto de *stakeholders*.

## **EL HORIZONTE TEMPORAL Y EL ENFOQUE TRANSVERSAL**

### *ENFOQUE FINANCIERO*

La continuidad en el tiempo y a largo plazo de la empresa plantea para el accionista un

horizonte temporal deseable, ya que garantiza un rendimiento sostenido del rédito que percibe y, por tanto, de su interés como propietario.

Implícitamente, el enfoque a largo plazo de la empresa obliga a limitar visiones cortoplacistas excesivas que pudieran consumir los recursos de la empresa de manera perjudicial para su horizonte. Y si bien los resultados cortoplacistas no pueden sacrificarse del todo por promesas de rendimientos futuros, su contención puede chocar con los intereses propios de los gestores, profesionales que habitualmente tienen horizontes temporales más cortos en su involucración con la empresa.

Esta fricción potencial ha de ser manejada correctamente para que la empresa sea atractiva para los gestores, pudiendo así atraer y retener el talento gestor en beneficio de la propia compañía y sin comprometer la rentabilidad futura de la misma. Ello se consigue mediante la continua supervisión del trabajo del gestor y la adecuación de las retribuciones que perciben a los distintos horizontes temporales existentes. Este desarrollo se explicará más adelante.

### *ENFOQUE NO FINANCIERO: GRUPOS DE INTERÉS*

Conforme la realidad financiera es insuficiente a la hora de evaluar los factores que influyen en el rendimiento empresarial y la rentabilidad esperada de una inversión, cada vez más inversores expresan sus deseos para que las empresas actúen de manera responsable, esforzándose por incluir en sus matrices de materialidad y estrategias las demandas de los grupos de interés que conviven, afectan y se ven influidos por el comportamiento de la sociedad.

Por otro lado, y a consecuencia de la pérdida de valor de las empresas, los fraudes o irresponsabilidades de sus ejecutivos junto con unas perspectivas pesimistas en el corto plazo, han llevado a los accionistas a incrementar el control sobre la gestión de los directivos.

Es aquí donde de nuevo aflora una estrategia empresarial y de negocio holística, que supera el enfoque financiero y de negocio, y que no puede sino ahondar en adoptar una visión a largo plazo que incluya una cantidad creciente de condicionantes.

### **LOS DERECHOS POLÍTICOS DE LOS INVERSORES**

Conforme los grandes inversores institucionales se decantan por dar mayor importancia a la inversión pasiva que replique un índice bursátil como medida preventiva para disminuir el riesgo y buscar asegurar el largo plazo de la inversión, el ejercicio de sus deberes como accionista, entre los que figura el derecho al voto, ha cobrado especial relevancia.

### *EL INVERSOR ACTIVO Y EL ACTIVISMO ACCIONARIAL*

Dado que los inversores institucionales están cada vez más concienciados en dialogar de manera continua con las empresas en que tienen participaciones y participar en las

juntas de accionistas votando como resorte para redirigir o respaldar el curso que lleva su inversión, se erige la figura del accionista activo. Éste colabora con el equipo gestor y de manera proactiva le traslada sus preocupaciones, si bien es posible que llegue a mostrar su disenso en algunas ocasiones.

No obstante, si la compañía no logra recoger correctamente los intereses de los accionistas, los inversores pueden pasar a adoptar una postura activista, que también se podría articular a través de la junta general de accionistas y que consiste en la introducción de puntos del orden del día adicionales contrarios al equipo gestor, o incluso en la posibilidad de convocar juntas generales extraordinarias para abordar propuestas que buscan redibujar la realidad de la empresa.

Independientemente de la procedencia del voto (extranjero o residente, institucional o no) y de la influencia o no de los agentes externos, el voto activo ha tenido en 2012 su mayor expresión en Reino Unido, en lo que se ha denominado *shareholder spring* (primavera de los accionistas). Este movimiento se ha caracterizado por las claras y públicas manifestaciones de descontento del accionariado y consiguiente voto negativo en las juntas. Estas manifestaciones, en forma de voto discordante con la gestión ejecutiva y el consejo de administración de algunas compañías, han llegado a tener gran eco en la sociedad provocando incluso reacciones de gran repercusión, como la dimisión del máximo ejecutivo de la compañía en numerosos casos.

En este sentido, el activismo está teniendo su respaldo en el mercado, al ser secundado por otros inversores que comparten la aportación de valor de algunas propuestas. El activismo por tanto es la máxima expresión del escrutinio realizado por los inversores del comportamiento de las compañías en todos sus ámbitos (financiero, estratégico, de gobierno, etc) y por ende un catalizador de la conciencia de los ejecutivos por la adopción de buenas prácticas que sean respaldadas por los accionistas.

De hecho, en 2018 un total de 935 compañías fueron objeto de demandas públicas de activistas, de las cuales 160 se localizan en Europa. Según la misma fuente, cinco años antes, el número total fue de 609.

## LA ARTICULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

### ENTORNO LEGAL Y ESTÁNDARES DE BUENAS PRÁCTICAS

El ejercicio del gobierno corporativo se desarrolla alrededor de una serie de órganos de gobierno y desarrollos que, además de cumplir con el marco regulatorio correspondiente, han de seguir también determinados códigos de buenas prácticas que trascienden la legalidad local. Dichas buenas prácticas abordan la estructura, ejecución y transparencia del ejercicio del gobierno corporativo.

En el caso español, el marco legal *hard-law* se plasma esencialmente en la Ley de Sociedades de Capital, La Ley de Auditoría de Cuentas y el Código de Comercio, muchos de los cuales han sido remodelados siguiendo la trasposición de reglamentos comunitarios, como las Directivas 2014/95/UE y 2017/828/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Estas leyes marcan los límites mínimos del ejercicio del gobierno corporativo, y a menudo funcionan como una plataforma que permite el desarrollo posterior de reglamentos y códigos adicionales.

En cuanto a las guías y principios *soft-law* españoles, éstas se articulan en torno al Código de Buen Gobierno y las Guías Técnicas que la CNMV emite y actualiza, que recogen recomendaciones de gobierno corporativo cuyo seguimiento es opcional bajo el principio “cumplir o explicar”, si bien es altamente recomendable hacerlo.

Adicionalmente, los inversores institucionales expresan en sus políticas de implicación (*stewardship* y *proxy voting*) sus preferencias en cuanto al desarrollo esperado del gobierno corporativo de las empresas cotizadas en que invierten. El conocimiento de estas políticas es crucial para las cotizadas si dichos inversores están presentes en su accionariado pues les permite saber sus preferencias e intenciones. En paralelo a ello, se encuentran los estándares de voto que elaboran los asesores de voto (*proxy advisors*), agencias independientes que asesoran a los inversores institucionales en el ejercicio de sus derechos de voto como accionistas.

Finalmente, otras entidades internacionales elaboran sus propios códigos y principios de gobierno corporativo, tales como ICGN (International Corporate Governance Network), el G20/OCDE, o el PRI (Principles for Responsible Investment), que marcan tendencias globales y de posición que inspiran a otros de los actores anteriormente referidos.

## ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES

Las juntas generales de accionistas y el consejo de administración y sus comités son, por este orden, los dos órganos máximos de gobierno corporativo de las empresas.

### *Junta general de accionistas*

Las juntas generales de accionistas son encargadas de, al menos una vez al año (junta general ordinaria) o de manera no periódica (junta general extraordinaria), aprobar o rechazar una serie de puntos del orden del día que pueden ser obligatorias u opcionales, así como puntos de carácter vinculante, informativo o consultivos. En cualquier caso, todos ellos estipulados por ley.

Entre dichos puntos se encuentran asuntos tales como la aprobación de las cuentas, la distribución de los dividendos, la aprobación de los informes no financieros, el nombramiento de los consejeros, los cambios estatutarios y reglamentarios, el nombramiento de los auditores externos, la aprobación de operaciones societarias, las variaciones en el capital social o los diversos planes, políticas e informes relativos a la remuneración del consejo de administración y sus consejeros ejecutivos.

De facto, el voto de los accionistas respalda o desestima las acciones que expone el consejo, siendo la junta de accionistas la representación del poder legislativo empresarial. En ella los accionistas pueden influir de manera crucial en cuestiones tan diversas como

la marcha financiera de la empresa, la composición del consejo de administración o la inclusión de nuevos derechos de los accionistas.

### *Consejo de Administración y sus Comités*

El Consejo de Administración es el órgano representativo en que de manera continua se acuerdan responsabilidades propias del mismo por los gestores y los accionistas de manera, estando ambas partes representadas en él. En el panorama español, existe la siguiente tipología de consejeros:

**Tabla 1:** *Tipología de consejeros*

Categoría	Característica	Representación
<b>Consejeros Internos</b>		
<b>Consejeros Ejecutivos</b>	Son los líderes del equipo gestor ejecutivo.	Profesionales y no necesariamente accionistas de la empresa.
<b>Consejeros Externos</b>		
<b>Consejeros Dominicales</b>	Son representantes de un accionista significativo de la sociedad -por encima del 3% del capital social.	Grandes accionistas y representan a la gran propiedad de la empresa que es conocido.
<b>Consejeros Independientes</b>	Son profesionales de reconocido prestigio e independientes a las partes de la sociedad que implícitamente velan por el interés del accionista minoritario.	Accionistas minoritarios. Representan a la propiedad minoritaria y anónima de la empresa.
<b>Consejeros Otros</b>	Son consejeros que no pertenecen a ninguna de las categorías anteriores.	No aplica.

La composición de dicho órgano es un equilibrio determinante en el ejercicio del gobierno corporativo. La inclusión de los consejeros de las distintas categorías debe estar ponderada para poder recoger el máximo número de representantes de las distintas partes que configuran la realidad de la empresa dentro del binomio Agente y Principal, gestor y accionista.

Finalmente, el consejo de administración se dota de unos comités propios compuestos por los miembros del propio consejo. Algunas de sus funciones y configuraciones vienen determinadas por ley (comité de auditoría, de nombramientos y retribuciones, y también

de riesgos para entidades bancarias) mientras que otros son de libre atribución y composición por parte del consejo.

## *PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO*

### *Derechos de los accionistas*

Los derechos de los accionistas vienen regulados por ley, pero dentro de los márgenes que ésta permite, pueden ser refinados por la empresa en los estatutos de la sociedad y en el reglamento de la junta general de accionistas.

Las sociedades, en aras de un buen gobierno corporativo, deben ser protectoras con los derechos de los accionistas, garantizar la igualdad del derecho de voto y contar con el voto de los accionistas para la aprobación de las resoluciones correspondientes.

Asimismo, se busca que los gestores sean poco lesivos en las modificaciones del capital social y garantizar sus derechos al máximo en procesos que puedan ser dilutivos.

### *Transparencia*

La calidad de la información que las sociedades divulgan es clave para evaluar su realidad. Esto también aplica a la información de gobierno corporativo, ya que permite a los inversores tener acceso a los desarrollos que la sociedad está implantando y así poder discernir si sus prácticas de gobierno corporativo son adecuadas.

De hecho, el reporte empresarial bajo estándares internacionales es uno de los asuntos más relevantes en el ejercicio de un buen gobierno corporativo y sostenible.

### *Remuneraciones del consejo de administración*

La remuneración del consejo de administración es una de las herramientas clave para gestionar el potencial conflicto derivado del Problema de Agencia.

La remuneración debe atraer y retener el talento del equipo gestor, satisfaciendo sus intereses retributivos a corto plazo sin caer en riesgos excesivos y a la vez alinear sus actuaciones con los intereses a largo plazo de los accionistas. Respecto a este último extremo, retribuir a los ejecutivos con acciones es una de las prácticas más efectivas a la hora de que gestores y accionistas compartan objetivos comunes ya que ambos se convierten en accionistas de la sociedad.

### *Otros factores*

Circunstancias adicionales como la antigüedad y rotación de los auditores externos, las reestructuraciones del negocio o las variaciones en el capital social también influyen en la calidad del ejercicio del gobierno corporativo que las sociedades despliegan.

## EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD

### *FACTORES Y SHOCKS ASG*

En una de las reformulaciones que la sostenibilidad empresarial ha devenido, el concepto ASG (referente a las dimensiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo) erige al gobierno corporativo como vital.

En el afán de asegurar el presente y el futuro de las comunidades empresariales y financieras, los *shocks ASG* constituyen hitos negativos que lastran la rentabilidad del valor, el negocio o la reputación de la empresa y en consecuencia la inversión del accionista y el ecosistema de los grupos de interés. Escándalos en los que la empresa quede ligada a daños ambientales, sociales o a corrupción pueden ser cruciales para todas las partes.

Estos shocks ASG pueden prevenirse identificando los riesgos y disconformidades que las sociedades puedan arrastrar en materia de sostenibilidad. Y uno de ellos es el riesgo en gobierno corporativo, que puede traducirse por cómo de sensible y reactiva es la empresa ante el apetito del mercado por valores e inversiones sostenidas.

Por ello, contar con órganos de gobierno ágiles, que aprueben estrategias sólidas e inclusivas con los intereses de los accionistas, que permitan la intervención de los mismos en la toma de decisiones, que prevengan actuaciones indeseadas y que sean transparentes en sus informaciones a los mercados son también parámetros que cuentan a la hora de evaluar la sostenibilidad de una empresa y discernir si ésta presenta factores de riesgo de gobierno corporativo que cuestionen sus idoneidad como valor en el que invertir.

### REFERENCIAS

- MICHAEL C. JENSEN Y WILLIAM H. MECKLING. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976).
- ACTIVIST INSIGHT. *Reporte Q1 2019*.