

**Presentación del día 10 Febrero de 2010 del
OBSERVATORIO DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN EL
MERCADO CONTINUO ESPAÑOL. 2009**

1. Agradecimientos

- a. A la FEF por confiar en la investigación que realiza la universidad, y más concretamente la UIB y en mi persona
- b. A Bartolomé Pascual, de mi universidad por el elevado nivel de su trabajo.
- c. A Alfredo Jiménez de la FEF por ser el alma que permite la conexión de un grupo de investigadores de la universidad con el Grupo de Consulta altamente imbricado en las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas desde diversas perspectivas y responsabilidades

2. Características de este trabajo diferenciales de otros trabajos y que “añaden valor” a la investigación

- a. **Rigor científico y transparencia.**
El trabajo es riguroso y replicable, con una metodología clara y los resultados son contrastables con la información pública disponible. Tratamiento uniforme, con la misma metodología, de todas las sociedades
- b. **Independencia del equipo investigador,** con capacidad para proponer todo tipo de análisis en el abanico de aspectos de gobierno a estudiar. El grupo de consulta del Observatorio permite central las cuestiones de más interés para que queden reflejadas en el estudio.
- c. **Continuidad** en el tiempo, lo que permite conocer la evolución de las prácticas de gobierno de las sociedades y su adaptación a los cambios en las recomendaciones sobre la base estándares altamente exigentes desde el primer ejercicio analizado.
- d. **Análisis específico** de aspectos relevantes: relación de los niveles de cumplimiento de buenas prácticas y la estructura de propiedad

3. Metodología

- a. **Análisis de las sociedades** del Mercado Continuo durante cinco ejercicios (2004 - 2008).

Se han estudiado todas las sociedades del Mercado Continuo para las que había información pública disponible y comparable

<i>Agrupación por capitalización</i>	<i>Número de sociedades</i>				
	2004	2005	2006	2007	2008
Ibex35	30	30	33	35	35
Elevada	34	34	36	35	33
Intermedia	27	28	28	35	31
Reducida	27	27	29	30	31
Total	118	119	126	135	130

La muestra común entre los ejercicios 2007 y 2008 es de 129 sociedades. Para 102 sociedades existen datos en los 4 ejercicios.

- b. **Fuentes de información públicas** (IAGC, Reglamentos y cuentas e informes anuales) depositados en registros oficiales. Documentos e información

#

facilitado por las propias sociedades y aprobados por sus órganos de administración. Ello nos garantiza una información homogénea.

- c. **Las prácticas de gobierno corporativo estudiadas provienen de** los códigos de buenas prácticas más aceptados, a nivel nacional e internacional. Especialmente se ha tomado el código unificado de buen gobierno, si bien el estudio es homologable internacionalmente.
- d. **Las variables se han agrupado en tres grandes categorías**, que abarcan los aspectos de (i) Estructura de Propiedad, (ii) Consejo de Administración y Comisiones y (iii) Derechos de los Accionistas y Junta General.

<i>Agrupación de variables</i>	<i>Desagregación</i>	<i>#</i>	<i>Ponderación</i>
Estructura de propiedad (#11) 14,8%	Estructura de propiedad	11	14,8%
Consejo de Administración (#43) 55,7%	Composición	16	16,1%
	Comisiones	9	14,8%
	Funcionamiento	10	12,1%
	Retribución	8	12,8%
Derechos de accionistas. Junta y protecciones (#23) 29,5%	Derechos de los accionistas	8	9,4%
	Independencia: operaciones vinculadas y auditores	8	8,7%
	Protecciones de toma de control	7	11,4%

- e. **Aspecto distintivo de este estudio:** Para el análisis de las participaciones significativas, consejeros, cargos en otras sociedades y otras relaciones trabajamos con 33081 nombres de individuos y empresas escritos de múltiples maneras que corresponden a 10566 personas físicas o jurídicas diferentes debidamente catalogas. Ello permite computar sus relaciones de diversa índole.

4. Cumplir o Explicar

El análisis del cumplimiento de las recomendaciones se presenta a dos niveles.

1. El primero es a nivel de sociedades y recoge el número de recomendaciones que, en promedio, cumple cada una de las sociedades. Este análisis es meramente descriptivo del cual es difícil extraer conclusiones en la medida que iguala la relevancia de todas y cada una de las 58 recomendaciones.
2. El segundo nivel de análisis se refiere a las propias recomendaciones. En este enfoque se muestran los grados de cumplimiento, o explicación en su caso, de cada una de las 58 recomendaciones. El análisis de las recomendaciones menos seguidas por las sociedades revela que los aspectos relacionados con la transparencia en la información de remuneraciones individualizadas son los de menor cumplimiento.

De las explicaciones al incumplimiento total o parcial también destacan las que se refieren al carácter independiente de sus consejeros y a la participación de mujeres en el consejo

5. Resultados en forma de Rating

El conjunto de 77 variables debidamente ponderadas permiten un análisis comparado de las prácticas de gobierno corporativo. Para cada uno de los tres grandes apartados se calcula un porcentaje para cada sociedad en relación al máximo que ésta podría conseguir en dicho apartado, de modo que el resultado es un nivel de ajuste a una escala de 100 puntos. Se trata de una evaluación relativa, comparada entre las sociedades analizadas en la muestra.

6. Detalles de valoración

a. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD:

los principios que han inspirado la elección de las variables y la posterior valoración son elevadas proporciones de capital flotante, con elevados volúmenes relativos y frecuencias de negociación. También se valora positivamente el mantenimiento de niveles moderados de autocartera, la ausencia de restricciones de transmisibilidad y cierto grado de implicación de los ejecutivos en el capital de la sociedad.

El valor promedio es de 63,5 puntos, inferior a los 67 del ejercicio anterior. Las razones están en que algunas variables contemplan frecuencias y volúmenes de contratación del capital flotante

b. COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN:

Los criterios que guían las ponderaciones son que los consejos tengan un número de miembros y un nivel de actividad dentro de los estándares fijados por los códigos de buen gobierno. También se valora una composición proporcionada con la estructura de propiedad y con diversidad de género, además de ser propuestos por la correspondiente comisión. Finalmente, se valora como positiva la existencia de algún contrapoder al Presidente cuando éste es el primer ejecutivo de la sociedad. El valor promedio es de 66 puntos, ligeramente superior al ejercicio anterior.

c. COMISIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN:

Las bases para esta valoración son la existencia de Comisión Ejecutiva con una estructura equilibrada y que los consejeros independientes sean relevantes y decisivos en las comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones. El valor promedio es de 67 puntos, una tendencia significativamente creciente en los últimos ejercicios.

d. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Al no poder apreciar la efectividad de las normas de funcionamiento del consejo implementadas, la valoración se restringe a observar que las sociedades tienen los preceptos recomendados por el CUBG incluidos en el Reglamento de su Consejo de Administración o bien informan de los mismos en el IAGC.

El valor promedio es de 80 puntos, casi idéntico al ejercicio anterior. La relevancia de la CNR y mecanismos de evaluación interna se consolidan.

e. RETRIBUCIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Los principios que surgen del Código Unificado plantean la transparencia como

valor principal en las prácticas de gobierno corporativo sobre retribuciones. En consecuencia, la valoración cuantitativa realizada se basa, casi exclusivamente, en la transparencia de la información disponible

El valor promedio es de 51 puntos, similar al ejercicio anterior.

f. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

Los elementos de esta valoración recogen las facilidades para los accionistas en el acceso a la información sobre las JGA y para su participación activa en las decisiones relevantes

El valor promedio es de 82 puntos ligeramente superior a los 80 del ejercicio anterior.

g. INDEPENDENCIA: OPERACIONES VINCULADAS Y AUDITORES

Se valora como positivo la no existencia, o en su caso en niveles moderados, de operaciones vinculadas de accionistas significativos y administradores así como proporciones reducidas de facturación de las sociedades de auditoría por conceptos diferentes al de la propia auditoría. No ha habido cambios significativos en los niveles promedio, de 78,5 puntos

h. PROTECCIONES DE TOMA DE CONTROL

Se valora como positiva la ausencia de mecanismos que dificulten el mercado por el control societario

El valor promedio es de 90 puntos sobre un total de 100, casi idéntica a la evaluación anterior

7. Cómputo del valor y su transformación en rating

Grupo de Consulta del Observatorio, en su valoración de la relevancia de cada variable estipula que el apartado de estructura de propiedad aportan un 14,8% al valor final. Las variables de Consejo de Administración aportan un 55,7% y las variables de derechos de los accionistas el 29,5% restante

La agrupación por niveles homogéneos de puntuación lleva a la elaboración de un rating de cuatro niveles, catalogados de mayor a menor puntuación como A, B, C, y D.

El análisis de sensibilidad a variaciones en estas ponderaciones ha mostrado estabilidad en las clasificaciones, que no sufren variaciones significativas ante ponderaciones alternativas

Para mantener la coherencia con valoraciones de ejercicios anteriores, las puntuaciones por debajo de 58 catalogan a las sociedades con en nivel D. Valores entre 58 y 60 son para el nivel C. Entre 60 y 73 de puntuación se les asigna el nivel B y, finalmente, para puntuaciones superiores a 73 se les asigna el rating A

<i>Rating 2007</i>	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>	<i>Total</i>
Ibex35	23	11	1	0	35
Elevada	8	24	3	0	35
Intermedia	14	19	1	1	35
Reducida	12	14	3	1	30
Total	57	68	8	2	135

<i>Rating 2008</i>	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>	<i>Total</i>
Ibex35	25	9	1	0	35
Elevada	7	23	2	1	33
Intermedia	15	15	0	1	31
Reducida	12	16	1	2	31
Total	59	64	3	4	130

La variación entre los dos últimos ejercicios en la asignación del rating es poco significativa.

<i>rating</i>	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
Ibex35	1	0	-1	0
Elevada	0	-1	1	0
Intermedia	1	0	-2	1
Reducida	1	1	-3	1
Total	3	0	-5	2

Un año después de la entrada en vigor del Código Unificado la comparación con los niveles de *rating* entre el 2007 y 2008 pone de manifiesto la estabilidad en la evaluación tras una mejora significativa ya computada en el Observatorio del 2008.

8. ANÁLISIS PRÁCTICAS DE GOBIERNO Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD-TAMAÑO

Para capturar las diferencias en las prácticas de gobierno asociadas a la estructura de propiedad, las empresas se clasifican en tres grandes grupos; las sociedades donde la suma de los derechos de voto de los tres mayores accionistas es menor que un 25% del capital social, que llamaremos de propiedad dispersa, las empresas donde éstos controlan entre un 25% y un 75% del capital social, que llamaremos de propiedad concentrada, y las empresas donde estos accionistas poseen más de un 75% del capital, que llamaremos de propiedad altamente concentrada.

La conjetura que se contrasta en los apartados que siguen es que las prácticas de gobierno y las recomendaciones normativas, surgidas originalmente del entorno angloamericano de propiedad dispersa, se adaptan mejor a este tipo de sociedades.

A. Valoración FEF y cumplimiento del Código Unificado

- se detecta que a mayor tamaño mayor puntuación, y que dentro de las empresas de igual tamaño, las de mayor concentración en la propiedad accionarial obtienen peor puntuación en las prácticas de gobierno corporativo. La diferencia del impacto entre las sociedades con propiedad dispersa y con propiedad altamente concentrada es parecida en los dos casos, 5,3 puntos en el caso del porcentaje de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado, y 6,6 (2,3+4,3) en caso del valor FEF.
- Una conclusión tentativa podría ser que es siempre preferible, en términos valoración global del gobierno corporativo, una sociedad grande y dispersa a una sociedad pequeña y concentrada. Sin embargo este análisis indica también que el conjunto de prácticas que los propios códigos recomiendan tiende a sobrevalorar las sociedades mayores y dispersas e infravalorar, por las propias recomendaciones,

B. Prácticas específicas de gobierno corporativo

a. Consejo de administración y estructura de propiedad

- En conjunto se observa como en las empresas con estructuras de propiedad en los extremos, las dispersas y las altamente concentradas, la composición del consejo refleja peor la estructura de propiedad. Estas desviaciones de las recomendaciones genéricas para cualquier tipo de sociedad son indicativas de que para ciertas tipologías de sociedades es difícil su cumplimiento.
- El número de miembros del mismo viene determinado principalmente por el tamaño de la sociedad (un cambio significativo en capitalización bursátil implicaría una variación de 6 miembros mientras que un gran cambio en estructura de propiedad sólo de 2). La estructura de propiedad juega un papel tan relevante como el tamaño de la sociedad y En las empresas de propiedad dispersa las estimaciones prevén una reunión más del Consejo de Administración que en las de propiedad concentrada, a igualdad de tamaño

b. Comisión de nombramientos y retribuciones

- El efecto de una variación en tamaño equivalente a pasar de ser una empresa con la capitalización media reducida a tener la capitalización media de las empresas del Ibex35, implicaría incrementar en 10 puntos porcentuales la participación de los consejeros independientes en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, y realizar tres reuniones más en esta comisión.

#

- Independientemente del tamaño de la sociedad, la participación de los consejeros independientes en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones de las sociedades con propiedad dispersa es 14 puntos porcentuales superior a la misma en sociedades con propiedad concentrada.
- Mayor concentración implica menor presencia de consejeros independientes y menor actividad de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Es importante mencionar que hay sociedades sin Comisión de Nombramientos y Retribuciones que no se han incluido en el análisis. La mayor parte de estas sociedades son pequeñas y de propiedad concentrada.

c. Protección ante tomas de control

- las empresas de mayor tamaño introducen en mayor medida protecciones ante tomas de control, aún controlando por la estructura de propiedad de las mismas. Además, como era de esperar, en las sociedades de alta concentración accionarial, al constituir una protección en sí misma, no tiene sentido que introduzcan limitaciones de voto

d. Activismo de los accionistas

- La conjetura que se contrasta es si los incentivos a la intervención activa de los pequeños accionistas o los mecanismos que las sociedades ponen a disposición de éstos son menores para aquellas de capital más concentrado.
- Los accionistas de control de las sociedades asisten en mayor proporción a las juntas generales, y ello se manifiesta en las sociedades de propiedad altamente concentrada.
- El porcentaje del capital que asiste a distancia y porcentaje de empresas que dispone de medios para difundir propuestas alternativas de los accionistas, se reducen con la concentración accionarial

9. CONCLUSIONES

- La estructura de propiedad de las sociedades del Ibex35 tiende a concentrarse, lentamente pero de manera uniforme, durante los últimos ejercicios.
- Aún con valores medios de concentración de propiedad muy elevados, las sociedades del mercado continuo se distribuyen de manera uniforme con una variedad de estructuras de propiedad muy considerable.
- La proporcionalidad entre composición del consejo y estructura de propiedad es muy significativa en los valores promedio. Sin embargo se dan fuertes distorsiones según sea la estructura de propiedad dispersa (sobrerrepresentación de dominicales) o altamente concentrada (sobrerrepresentación de los independientes).
- Las proporciones de consejeros independientes en las sociedades sigue una senda creciente en el tiempo, al igual que la presencia de mujeres en el Consejo de Administración, aunque con tasas del 7,6%.
- La incorporación de independientes en las comisiones del consejo también mejora ligeramente año tras año, especialmente en la inclusión de éstos como presidentes de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.
- En las prácticas de remuneración del consejo destaca la estabilidad en varios sectores, excepto en el de servicios financieros con un crecimiento del 18%, el de tecnología y comunicaciones, un 10% y el de bienes de consumo con un 7%.
- La transparencia en la información individualizada de la retribución de los consejeros avanza lentamente, e incluso retrocede la proporción de sociedades que incluyen la política de remuneraciones de directivos y consejeros como un punto específico del orden del día de las Juntas Generales de Accionistas.
- El porcentaje de sociedades en las que la firma de auditoría realiza otros trabajos diferentes a los de auditoría es creciente en estos últimos ejercicios, si bien la proporción que éstos trabajos significan sobre el total que la firma de auditoría factura permanece estable.
- Las protecciones ante tomas de control, como cabría esperar, las llevan a cabo las sociedades de propiedad dispersa. Los contratos de blindaje de los directivos, más que un mecanismo de protección deben interpretarse como mecanismos complementarios de retribución.
- Las recomendaciones del Código Unificado que menos cumplen las sociedades siguen siendo las mismas que en el ejercicio anterior, y se refieren a aspectos de los consejeros independientes y la transparencia en la remuneración.
- La valoración global del rating FEF y del cumplimiento de las 58 recomendaciones está positivamente relacionado con el tamaño de las sociedades y con el grado de dispersión accionarial.
- El menor ajuste al cumplimiento de recomendaciones o a la valoración FEF de las sociedades de reducida capitalización y de propiedad altamente concentrada puede o bien señalar que no se están llevando a cabo las mejores prácticas posibles, o bien que los estándares tomados en las recomendaciones no se adaptan este tipo de sociedades.