



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

ESTUDIO PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO, LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Director:

Aldo Olcese Santonja

Coordinadores:

Jesús Díaz de la Hoz
Carlos Gascó Travesedo
Enrique de Leyva Pérez



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

ESTUDIO PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO, LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Madrid, 29 de noviembre de 2002

PAPELES DE LA FUNDACIÓN N° 1

ISBN: 84-607-6561-X

Depósito Legal: M. 1.220-2003

Edita: Instituto Español de Analistas Financieros

Imprime: **grafoffset sl**



I.	CARTA DE PRESENTACIÓN Y CONCLUSIONES	5
II.	EQUIPO DE TRABAJO	9
III.	ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS	11
	A. Gobierno Corporativo	11
	A.1 Papel del Consejo de Administración	
	A.2 Tamaño y composición del Consejo	
	A.3 Estructura de Gobierno	
	A.4 Procesos de Gobierno	
	B. Transparencia	24
	B.1 Igualdad de derechos de los accionistas	
	B.2 Transparencia de la gestión	
	C. Relaciones con los agentes del mercado	30
	C.1 Gestión de conflictos de interés	
	C.2 Responsabilidad social, ética y medioambiental	
IV.	ANÁLISIS Y VALORACIONES SOBRE LOS PRINCIPALES PUNTOS DE DEBATE Y DISCREPANCIAS	37
	A. Aspectos que delimitan la discusión	38
	B. Cinco grupos de posibles medidas	39
	C. Grupos de medidas de consenso	49
	D. Equilibrio “autorregulación vs. normativa”	50
ANEXOS		
I.	RESUMEN DE LAS MEDIDAS CONSENSUADAS Y EN DEBATE	51
II.	LISTADO DE PERSONAS Y ENTIDADES CONSULTADAS	56



La situación actual, creada desde hace meses, de falta de confianza en los mercados financieros a raíz de los recientes escándalos empresariales ha provocado una mayor sensibilización en los aspectos relacionados con el Gobierno Corporativo de las sociedades, la transparencia informativa y los conflictos de interés, tanto en España como a nivel mundial. La Sarbanes Oxley Act y las normas SEC y NYSE en EEUU, el informe Winter en la Unión Europea, la constitución de la Comisión Aldama, la “Ley Financiera” y el Código de Sociedades Mercantiles en España son algunas de las iniciativas llevadas a cabo, o en fase de terminación, a fin de restituir la confianza en los mercados de capitales.

En este contexto, el presente estudio de la Fundación de Estudios Financieros, realizado con el significativo apoyo de sus Patronos y con la aportación genuina y la experiencia de todos los participantes, pretende ser una respuesta leal, comprometida y responsable de la sociedad civil económica y financiera al debate actual sobre las normas y pautas del Buen Gobierno societario.

Nadie debe tener mayor interés que los responsables empresariales y financieros de nuestro país en que el Buen Gobierno Corporativo redunde en un aumento de la eficiencia y transparencia en la gestión empresarial, que a su vez mejore la protección de los inversores.

Con el propósito de contribuir a los trabajos de la Comisión Especial para la Transparencia de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas, también llamada Comisión Aldama, y facilitar la mejor y más eficaz decisión del Ministerio de Economía en estas materias, la sociedad civil representada en la Fundación de Estudios Financieros ha querido dar un ejemplo de madurez autocrítica y de responsabilidad al presentar este estudio. En él se pulsa la opinión del mundo empresarial y financiero español sobre su percepción de la situación actual y se apuntan las posibles medidas para mejorar el Buen Gobierno empresarial, así como el tipo de cambio, normativo o autorregulado, que deben conllevar.

Por ello, desde la Fundación de Estudios Financieros, hemos considerado que el valor añadido así como nuestro elemento diferencial respecto a otras iniciativas, consiste precisamente en recabar directamente la opinión cualificada de aquellos que conforman una amplia parte de la sociedad civil económica y financiera española comprometida efectivamente en el gobierno de las empresas. Y ello por estar presentes en el seno de la Fundación o por tener acceso a ellos desde la misma.



Metodológicamente dicha opinión ha sido recabada mediante la realización de 65 entrevistas personales y 113 cuestionarios pormenorizados a altos dirigentes del mundo empresarial y agentes financieros de nuestro país (Presidentes, Consejeros Delegados de empresas cotizadas, Directivos empresariales y financieros, Banqueros, Banqueros de negocios, Analistas Financieros, Gestores de patrimonios, Auditores y Asesores Jurídicos), que representan a una gran parte del tejido empresarial cotizado en Bolsa e implicado en los mercados bursátiles y financieros (ver listado de participantes en el Anexo II).

Las preguntas formuladas en los cuestionarios han tratado de cubrir sin limitaciones ni prejuicios todos los ángulos del Gobierno Corporativo y de los conflictos de interés, incluyendo: el papel de los Consejos de Administración, su composición y tamaño, la estructura y los procesos de Gobierno, la igualdad de derechos de los accionistas, la transparencia en la gestión y los conflictos de interés con otros agentes de mercado, así como la responsabilidad social, ética y medioambiental.

Este estudio presenta el resultado objetivo de dichas encuestas y entrevistas desde una doble perspectiva:

- Sus resultados estadísticos y como consecuencia de ellos, el conjunto de medidas que parecen contar con un nivel de consenso suficientemente alto entre el mundo empresarial español (en concreto se ha utilizado el límite de un 66% de apoyo como mínimo entre los entrevistados para definir dicho “consenso”) – este análisis se presenta en el Capítulo III.
- El resumen de los principales bloques de debate y discrepancia que se han manifestado en las entrevistas personales que se presentan en el Capítulo IV. Hemos entendido que estas opiniones ayudan a comprender e interpretar los resultados cuantitativos, así como las razones y matizaciones que hacen que las distintas personas entrevistadas se hayan manifestado a favor o en contra de algunas de las medidas planteadas.

Como se describe en el Capítulo II, la Fundación de Estudios Financieros ha contado con la colaboración de un Comité de Supervisión y de un Grupo de Trabajo y Consulta para la realización de este trabajo. Quiero explícitamente subrayar que – de conformidad con los objetivos, naturaleza y metodología del presente estudio – la misión de estos equipos no ha sido la de aportar su particular punto de vista sobre las medidas a adoptar para mejorar el Buen Gobierno corporativo, sino la de definir la metodología a seguir, asegurar la calidad de la recogida de datos y sintetizar y comunicar las conclusiones alcanzadas con el trabajo de campo, sin que ninguno de sus integrantes, a título personal, tenga necesariamente que suscribir o identificarse con los resultados obtenidos.



En términos muy sintéticos éstas son las principales conclusiones alcanzadas fruto del trabajo anteriormente descrito:

- Existe una opinión muy extendida entre el mundo empresarial y financiero español sobre el insuficiente papel jugado en la actualidad por los Consejos de Administración de las empresas cotizadas en relación con sus funciones más relevantes.
- Se constata igualmente un claro consenso relativo a la necesidad de tomar medidas para mejorar el Buen Gobierno Corporativo, la transparencia informativa, la separación entre la gestión empresarial y la función de supervisión ejercida por los Órganos de Gobierno y la gestión de conflictos de interés.
- En este sentido, la naturaleza de los participantes y la metodología seguida en la elaboración del presente trabajo nos ha permitido identificar un buen número de medidas concretas orientadas a la mejora del Gobierno Corporativo. No obstante, el grado de consenso o de debate sobre las distintas reformas tiene diferentes niveles, tal como se desprende de los apartados III y IV de este estudio y es por ello que la Fundación de Estudios Financieros ha considerado relevante un análisis en profundidad de los mismos.
- Existe una profunda preocupación en el mundo empresarial por trasladar al regulador la necesidad de evitar caer en una excesiva reglamentación del Gobierno Corporativo, que limitaría la necesaria libertad empresarial y su eficiencia. Así, mientras que se considera necesario que los aspectos relacionados con la transparencia informativa, la igualdad de derechos de los accionistas y los conflictos de interés sean abordados con carácter normativo, se cree firmemente que las medidas relacionadas con el Buen Gobierno interno de las sociedades deben promoverse mediante iniciativas de autorregulación.

En todo caso, animo al lector a leer la totalidad de este documento para comprender realmente la riqueza de las conclusiones descritas, y disponer de una visión completa de los principales puntos de consenso y debate sobre las diferentes cuestiones del Gobierno Corporativo planteadas durante las entrevistas y encuestas.

Por último, quiero agradecer muy especialmente la colaboración desinteresada y entusiasta de todos los integrantes del Grupo de Trabajo y Consulta que han hecho posible la elaboración de este estudio.

Aldo Olcese Santonja

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros y del Comité de Supervisión de este estudio



Para la realización del presente trabajo, la Fundación de Estudios Financieros creó un comité de supervisión formado por miembros de su Patronato y un Grupo de Trabajo integrado por miembros de su Patronato y de su Consejo Asesor así como por algunos expertos independientes que desde principios de septiembre de 2002 han venido colaborando en el trabajo y en sus pruebas de investigación.

El Comité de Supervisión ha estado presidido por el presidente del Patronato, D. Aldo Olcese, quien asumió el encargo de dirigir el Estudio. Por su parte, el Grupo de Trabajo y Consulta ha contado con tres coordinadores, D. Enrique de Leyva, D. Jesús Díaz de la Hoz y D. Carlos Gascó, todos ellos vinculados al Patronato, a la Dirección y a las empresas patrono de la Fundación.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN

Presidente

Aldo Olcese, Presidente de la Fundación de Estudios Financieros y del Instituto Español de Analistas Financieros.

Vocales

- Jaime Carvajal Urquijo, Presidente de Ford España
- Emilio Cuatrecasas Figueras, Presidente de Cuatrecasas Abogados
- Guillermo De la Dehesa Romero, Presidente de CEPR (Center for Economic Policy Research)
- Miguel Fernández de Pinedo, Presidente de PricewaterhouseCoopers
- Pablo Isla Álvarez de Tejera, Presidente de Altadis
- Manuel Martín Martín, Secretario General de la Fundación de Estudios Financieros
- Ernesto Mata López, Consejero Adjunto al Presidente de Unión Fenosa
- Javier Monzón de Cáceres, Presidente de Indra
- Rodrigo Uría Meruéndano, Socio Director de Uría y Menéndez Abogados



GRUPO DE TRABAJO Y CONSULTA

Coordinadores:

- Jesús Díaz de la Hoz, Socio Director de PricewaterhouseCoopers
- Carlos Gascó, Director General de la Fundación de Estudios Financieros
- Enrique de Leyva, Socio Director de McKinsey & Company

Miembros:

- Ramón Abella, Gerente de PricewaterhouseCoopers
- Fernando Bécker, Director General de Relaciones Institucionales de Iberdrola
- Miguel Ángel Belloso, Director del Diario Expansión
- Ignacio Benjumea, Director General, Secretario General de SCH
- José Luis Blanco, Socio de Cuatrecasas Abogados
- Antonio Campos, Senior Manager de PricewaterhouseCoopers
- Mariano Carbajales, Abogado Asesor de la Fundación de Estudios Financieros
- Luis de Carlos Bertrán, Socio de Uría y Menéndez Abogados
- Luis Fernández de la Gándara, Catedrático de Derecho Mercantil y Socio de Garrigues Abogados
- Iñigo Gómez-Jordana, Socio Director de Allen & Overy Abogados
- Francisco Martínez, Socio de PricewaterhouseCoopers
- Ramiro Martínez-Pardo del Valle, Consejero -Secretario General de Beta Capital Meespierson
- María José Morán, Directora de Relaciones Institucionales de la Fundación de Estudios Financieros
- Samuel Muñoz, Consultor de McKinsey & Company
- José Luis Palomo, Director Corporativo Económico y Financiero de Endesa
- Francisco Pérez Crespo, Socio de Cuatrecasas Abogados y Abogado del Estado
- Gonzalo Rodríguez, Consultor de McKinsey & Company
- Manuel Sánchez Alvarez, Profesor Titular de Derecho Mercantil y Asociado de Garrigues Abogados
- Santiago Seage, Socio de McKinsey & Company
- Miguel Trías, Catedrático de Derecho Mercantil y Socio de PricewaterhouseCoopers Jurídico y Fiscal



Se presentan a continuación los resultados de las entrevistas y encuestas realizadas en el estudio. Asimismo, se identifican aquellas medidas en las que ha sido expresado un apoyo mayoritario (i.e., más de los dos tercios del grupo objeto del estudio), y aquellas otras en que persisten los debates y discrepancias sobre las mismas por no alcanzar dicho límite de las dos terceras partes. Además, se presentan los resultados acerca del posible carácter normativo o autorregulado de dichas medidas.

A. GOBIERNO CORPORATIVO

A.1 Papel del Consejo de Administración

i) Ámbito de referencia

Los códigos de gobierno definen, en general, la misión del Consejo de Administración, estableciendo como sus principales funciones la aprobación de la estrategia de la compañía, la supervisión del negocio, el control efectivo de la gestión y la protección de los intereses de los accionistas y de otros interesados legítimos.

Las recientes reformas en EE.UU. y en otros países se centran también en la misión del Consejo de Administración y sus funciones, cuidando los aspectos referentes a la independencia, la transparencia y otorgando un papel más activo en la función de supervisión y control.

ii) Consideraciones

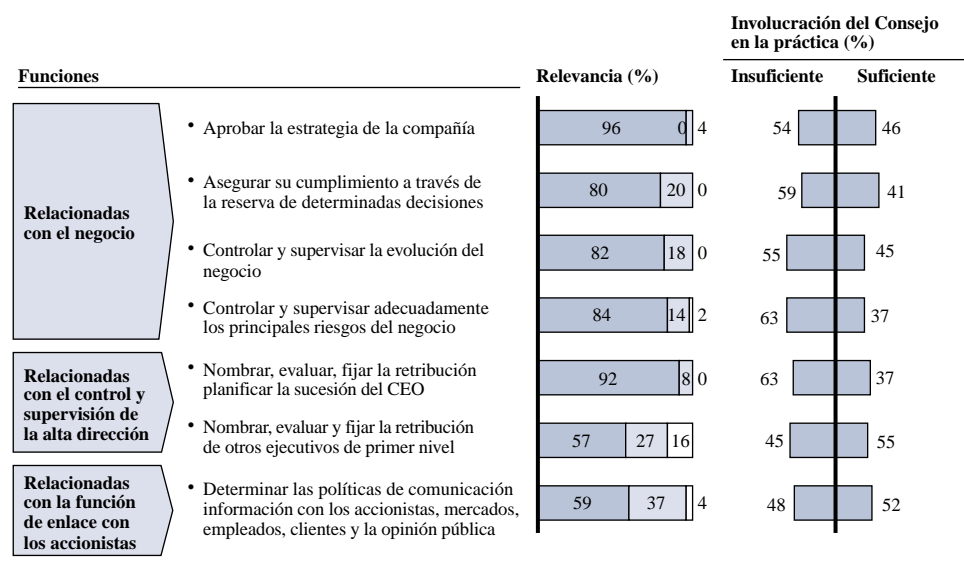
Tal como se aprecia en el cuadro 1, los aspectos relacionados con la aprobación de la estrategia y las funciones de control y supervisión del negocio, junto con aspectos específicos de control del primer ejecutivo, se han confirmado como los más relevantes en el ámbito de este apartado.

Otros aspectos, como la relación del Consejo de Administración con otros ejecutivos de primer nivel y su involucración en las políticas de comunicación e información a los distintos grupos de interés, aún siendo significativos, no se han considerado tan relevantes.



**ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE
LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35**

1. Papel del Consejo



Debemos señalar también que la involucración de los Consejos de Administración de las empresas españolas en los aspectos aquí descritos es considerada por el colectivo representado en este estudio mayoritariamente insuficiente en sus funciones más relevantes.

iii) Funciones a desempeñar por el Consejo ampliamente aceptadas

- Aprobar la estrategia de la compañía.
- Asegurar el cumplimiento de la estrategia a través de la reserva de determinadas decisiones.
- Controlar y supervisar la evolución del negocio y sus principales riesgos.
- Nombrar, evaluar, fijar la retribución y planificar la sucesión del Primer Ejecutivo de la Compañía.

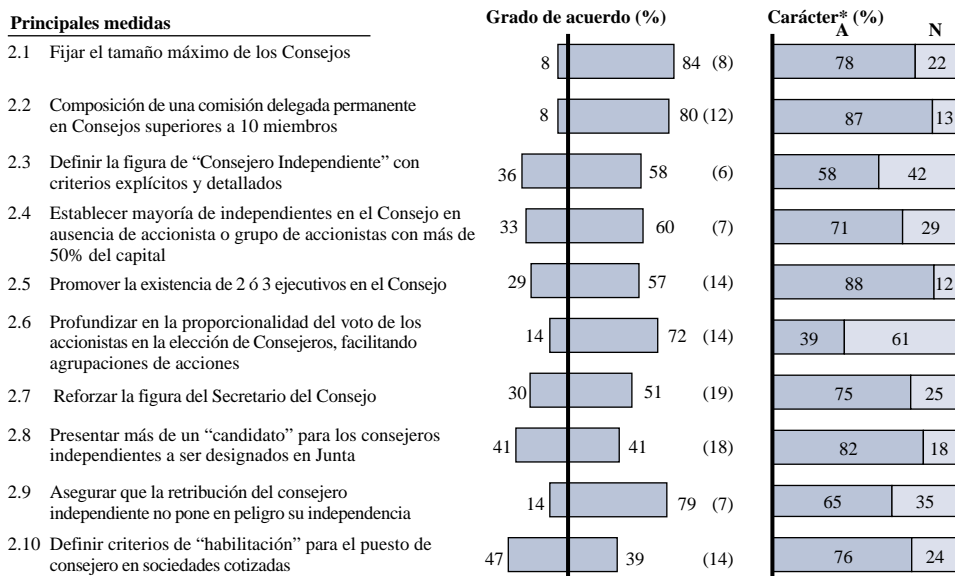


III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35

2a. Composición y tamaño del consejo

% desacuerdo | % acuerdo
 (% indiferente)



A = Autorregulado (“recomendaciones”), N = Normativo (“Leyes”)

iv) Funciones en debate

- Nombrar, evaluar y fijar la retribución de otros ejecutivos de primer nivel.
- Determinar las políticas de comunicación e información con los accionistas y otros grupos de interés legítimos de la empresa y de su ámbito de actividad.

v) Carácter normativo vs autorregulado

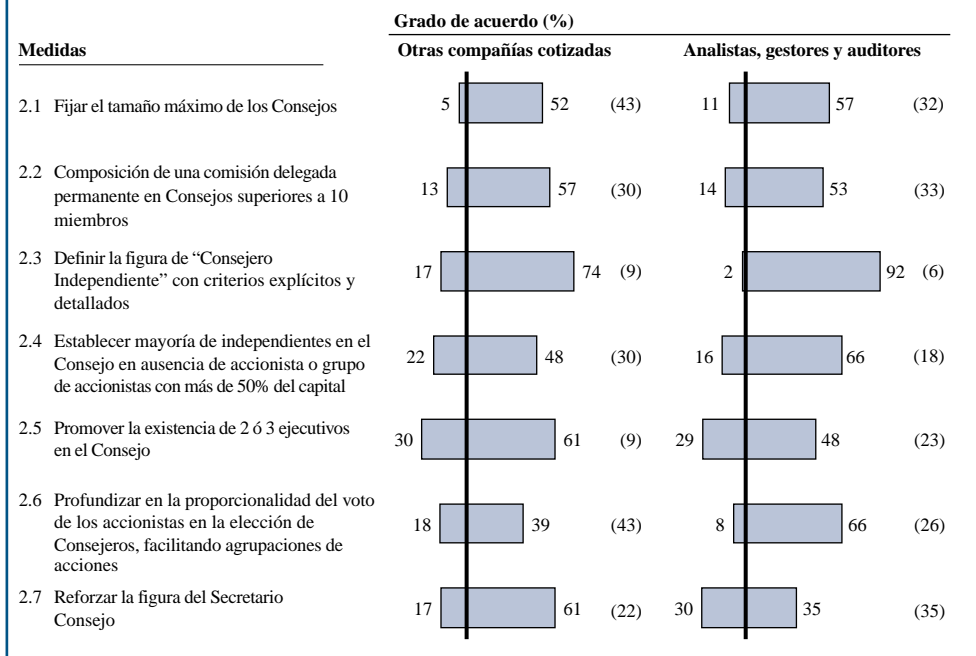
Por su propia naturaleza, la opinión del colectivo representado en este estudio confiere un carácter autorregulatorio a los aspectos relacionados con las funciones a desempeñar por el Consejo de Administración.



**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS
Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

% desacuerdo | % acuerdo
█ (% indiferente)

2b. Composición y tamaño del Consejo



A.2 Tamaño y composición del Consejo de Administración

i) Ámbito de referencia

La dimensión del Consejo de Administración, su estructura, composición y características, el carácter dominical, ejecutivo o independiente / externo de sus Consejeros, así como el nivel de representación de los inversores institucionales, son algunos de los aspectos más significativos que se debaten en este ámbito.

La definición de la consideración como independiente de un Consejero se revela como uno de los aspectos en los que existe un debate abierto a nivel internacional. Dicho debate abarca tanto la definición de las condiciones específicas a cumplir en el ámbito personal,



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

económico o profesional para ser considerado independiente, como la necesidad de una declaración formal sobre su independencia por parte del propio Consejo de Administración.

ii) *Consideraciones*

Tal y como se desprende del cuadro 2a, existe un claro consenso en la fijación de una dimensión máxima del Consejo de Administración y en el establecimiento de una comisión delegada permanente en aquellos que superen un número determinado de miembros, teniendo ambos aspectos un mayor carácter autorregulado ya que esa dimensión debe establecerse según las características del negocio y las necesidades de gestión.

Adicionalmente, se estima que la elección de los Consejeros debe reflejar en mayor medida la proporcionalidad del voto de los accionistas. Por su propia naturaleza, se estima que este aspecto debe tratarse con carácter normativo.

No puede considerarse que exista consenso respecto a la figura del Consejero Independiente (que muchos prefieren llamar “externo”), y eso es así tanto en su posible definición como en su presencia mayoritaria en el Consejo de Administración (en el caso de ausencia de accionistas significativos). Tal vez por ello este aspecto se remite en general a la autorregulación.

iii) *Medidas de consenso*

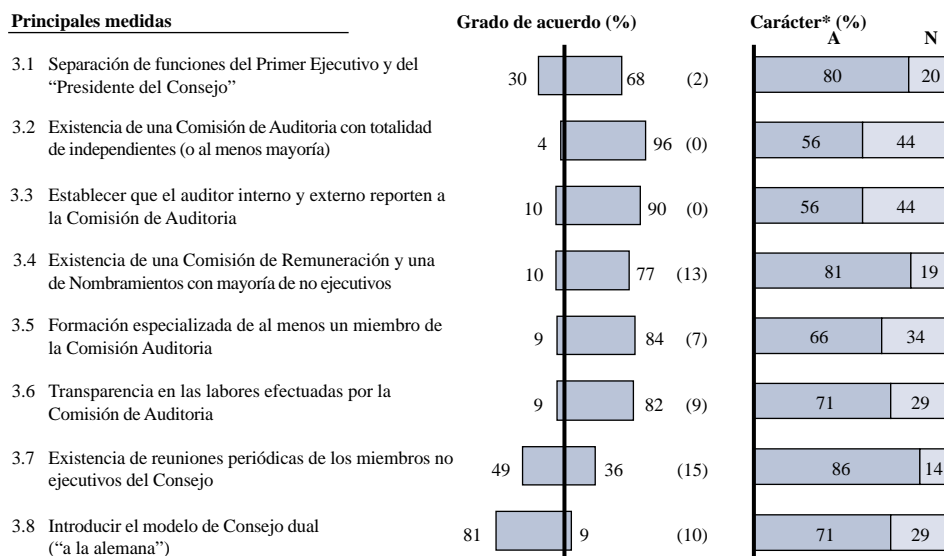
- **Fijar el tamaño máximo de los Consejos.**
- **Establecer una comisión delegada permanente en aquellos Consejos con más de un número determinado de miembros.**
- **Considerar en mayor medida la proporcionalidad en el voto de los accionistas en el proceso de elección de los Consejeros, de tal manera que se logre una mayor representatividad del conjunto del accionariado, favoreciendo agrupaciones o sindicaciones de acciones.**
- **Establecer una retribución para el Consejero Independiente/externo que, en términos absolutos, no ponga en peligro su independencia.**



ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35

3a. Estructura de gobierno: Presidente y comisiones

% desacuerdo | % acuerdo
 (% indiferente)



* A = Autorregulado ("recomendaciones"), N = Normativo ("Leyes")

iv) Medidas en debate

- **Definir la figura de Consejero independiente / externo con criterios explícitos y detallados.**
- **Establecer mayoría de Consejeros independientes / externos en el Consejo de Administración de aquellas empresas en las que no exista un accionista o grupo de accionistas que superen en conjunto el 50% del capital.**
- **Promover la existencia de dos o tres ejecutivos en el Consejo de Administración para asegurar un mejor flujo de información entre los gestores y el Consejo de Administración, permitiendo igualmente a los Consejeros una mejor evaluación de la calidad profesional y potencial de futuro de la alta dirección.**

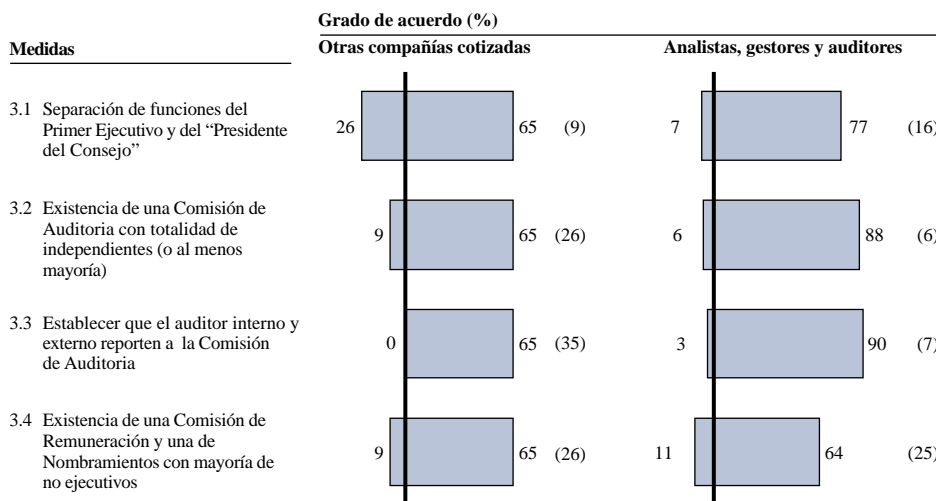


III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES

3b. Estructura de Gobierno: Presidente y comisiones

% desacuerdo | % acuerdo
 (% indiferente)



- **Presentar más de un candidato en Junta para la elección de un Consejero independiente / externo , para así ayudar a garantizar el nombramiento con tal carácter de un Consejero específico.**
- **Establecer que el Secretario del Consejo de Administración sea independiente y disponga de una formación jurídica adecuada, debiéndose reforzar su figura a través de su inclusión como Consejero.**
- **Establecer que los Consejeros deban tener una adecuada formación profesional que les permita ejercer su puesto con plena responsabilidad y reconocimiento.**

v) *Carácter normativo vs autorregulado*

Prima en general el carácter autorregulado de todas estas medidas (aunque con escaso consenso en los aspectos relacionados con la figura y



remuneración del Consejero independiente / externo), excepto en la manera de impulsar la proporcionalidad del voto de los accionistas en la elección de Consejeros (p.ej. mediante agrupaciones de acciones), en la que, por su carácter de derecho societario, prima el enfoque normativo.

A.3 Estructura de Gobierno

i) Ámbito de referencia

El análisis de la estructura de gobierno del Consejo de Administración establece una primera y clara distinción entre el rol del Presidente y el del resto de los Consejeros, así como las funciones de las distintas comisiones.

La necesidad o no de separar las funciones del Presidente y del Primer Ejecutivo, la composición y funciones de las comisiones de auditoría y de remuneración y nombramientos, las relaciones con el auditor interno y externo y la posibilidad de reuniones de trabajo independientes de los miembros no ejecutivos del Consejo de Administración son los principales aspectos en consideración.

ii) Consideraciones

Tal como se aprecia en el cuadro 3a, la mayoría de los entrevistados son partidarios de segregar las funciones del Presidente y del Primer Ejecutivo, aunque esta medida ha generado un importante nivel de discusión, pero en cualquier caso se acepta de forma generalizada que este asunto debe tratarse de un modo autorregulado.

La idea de una mayoría de Consejeros independientes / externos en las Comisiones de Auditoría y de remuneración y nombramientos es de general aceptación, asumiéndose también claramente que, tanto el auditor interno como el externo, deben reportar a la comisión de auditoría. En relación con esta comisión, se demanda una mayor transparencia y la formación especializada de alguno de sus miembros, dado el carácter crítico de su función para el adecuado ejercicio de la labor de supervisión y control por parte del Consejo de Administración.

No existe una clara opinión respecto a la conveniencia de la existencia de reuniones periódicas independientes de los miembros no ejecutivos del Consejo de Administración, pero en cualquier caso se acep-



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

ta también de forma generalizada que este asunto debe tratarse de un modo autorregulado.

iii) Medidas de consenso

- **Separar las funciones del primer ejecutivo y del presidente del Consejo de Administración para aumentar así la transparencia en el ejercicio de su función y la independencia entre los roles ejecutivos y de supervisión. El consenso de esta medida ha quedado establecido prácticamente en el límite 2/3, lo que ha merecido una reflexión especial en el Capítulo IV.**
- **Promover la existencia de una comisión de auditoría con totalidad, o al menos mayoría, de Consejeros independientes / externos.**
- **Profundizar en la autonomía del auditor interno y externo respecto al equipo ejecutivo a través de la implantación de un esquema de información periódico a la comisión de auditoría.**
- **Promover la existencia de una comisión de remuneración y otra de nombramientos, con mayoría de no ejecutivos.**
- **Exigir la experiencia previa o formación especializada de al menos un miembro de la comisión de auditoría de modo que se pueda asegurar que se interpreta adecuadamente la información contable y financiera.**
- **Asegurar la transparencia en las labores efectuadas por la comisión de auditoría. La publicación de una memoria de actividades por parte de la comisión puede ser una vía adecuada para tal fin.**

iv) Medidas en debate

- **Realizar reuniones específicas de los miembros no ejecutivos del Consejo de Administración de forma que esto facilite su involucración en los debates de asuntos específicos de gestión.**

v) Carácter normativo vs autorregulado

En general se valora mayoritariamente el enfoque autorregulado de estos aspectos salvo en lo referente a la composición de la comisión de audito-



**ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE
LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35**

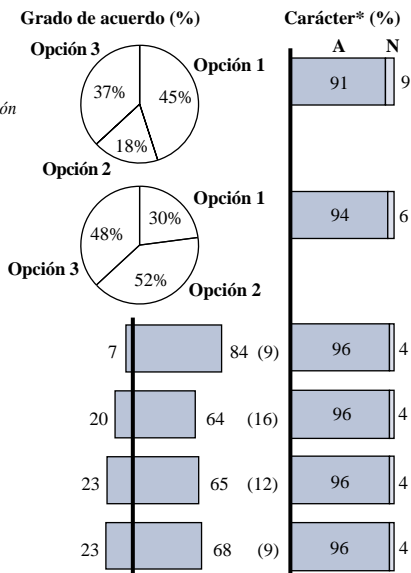
4a. Procesos de Gobierno

Hoja 1 de 2

Principales medidas

- 4.1 Establecer mecanismos dentro del Consejo para la identificación, evaluación y gestión de los riesgos del negocio
Opción 1: Delegar la identificación y gestión de los riesgos a la Alta Dirección
Opción 2: Establecer la identificación y gestión de los riesgos como una función específica del comité de auditoría
Opción 3: Crear una comisión del Consejo encargada de riesgos
- 4.2 Definir sistemas de retribución ligados a la "creación de valor" para el primer ejecutivo y otros ejecutivos clave**
Opción 1: Retribución mediante "Stock options"
Opción 2: Retribución ligada al valor de la acción a largo plazo
Opción 3: Retribución ligada al desempeño económico
- 4.3 Asegurar que los nuevos Consejeros, una vez nombrados, reciben programas de orientación acerca de la empresa
- 4.4 Utilizar medios de evaluación formal del Consejo y de cada Consejero
- 4.5 Incrementar alineamiento entre desempeño y remuneración de Consejeros
- 4.6 Incrementar la proporción de retribución de Consejeros ligada a resultados o al valor de la compañía

% desacuerdo | % acuerdo
 () (% indiferente)



* A = Autorregulado ("recomendaciones"), N = Normativo ("Leyes")

** Suma de porcentajes superior al 100% debido a la elección de más de una opción por parte de algunos entrevistados

ría y sus relaciones con los auditores interno y externo, aspectos estos en que existe un posicionamiento más equilibrado entre el carácter autorregulado y el normativo, si bien una mayoría prefiere la vía autorregulada.

A.4 Procesos de Gobierno

i) Ámbito de referencia

A nivel mundial, la tendencia es clara hacia el deseo de encontrar los mecanismos y procedimientos que impulsen una mejora en el ejercicio de las funciones por parte del Consejo de Administración. Este debate entra de lleno en la importancia creciente que el Gobierno Corporativo tiene en

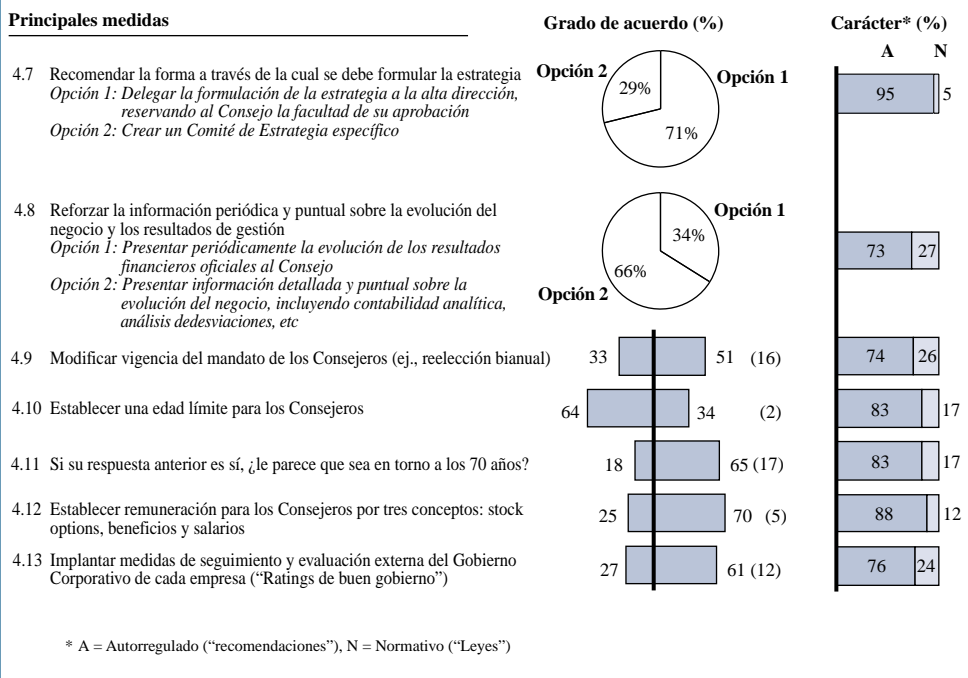


III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35

4a. Procesos de Gobierno

Hoja 2 de 2



la eficiencia de las entidades y en la valoración que realizan del mismo los distintos interesados legítimos. En este ámbito, el adecuado desempeño por los Consejeros de sus funciones se sitúa en el primer plano.

ii) Consideraciones

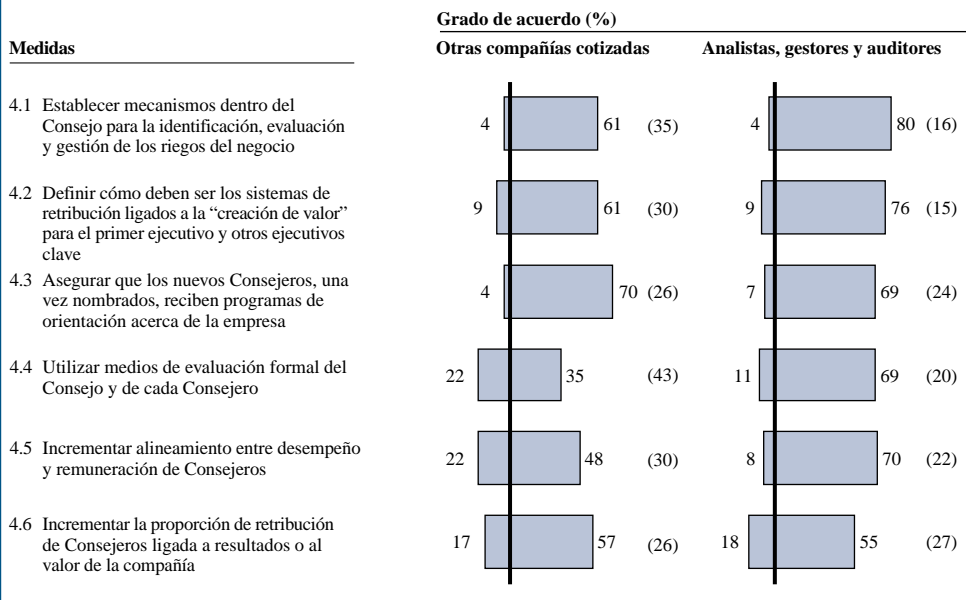
Los resultados de las entrevistas y encuestas relativos a los Procesos de Gobierno se ilustran en los cuadros 4a y 4b. Existe un convencimiento claro, de que el Consejo de Administración debe, con carácter autorregulatorio, disponer de los mecanismos adecuados que le permitan identificar, evaluar y gestionar los riesgos de su negocio, bien sea ello a través de una comisión ya existente o específica, o bien delegando algunos de estos aspectos en la alta dirección.



**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS
Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

% desacuerdo | % acuerdo
| (% indiferente)

4b. Procesos de Gobierno



La retribución variable de los ejecutivos es una opción necesaria que se considera sin duda vinculada a los ratios económicos de la compañía y de sus resultados pero, del mismo modo, se considera que debe seguir utilizándose el valor de la acción en la determinación sustancial de la retribución variable, aunque siempre considerando el valor a largo plazo.

Existe un claro consenso sobre la necesidad de incrementar la información proporcionada al Consejo de Administración.

Sin embargo, no hay un alto grado de acuerdo sobre la necesidad de utilizar medios de evaluación formal de los Consejeros ni de vincular su desempeño al valor de la compañía vía retribución variable.

El establecimiento de una edad límite para los Consejeros, aunque dejándolo al ámbito autorregulado, se considera una medida innecesaria.



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

iii) Medidas de consenso

- **Establecer mecanismos de supervisión dentro del Consejo de Administración para la identificación, evaluación y gestión de los riesgos del negocio.**
- **Definir sistemas de retribución para ejecutivos ligados a la creación de valor a largo plazo, y/o en función de indicadores clave de la evolución del negocio.**
- **Incrementar la proporción de la retribución de los Consejeros ligada a resultados y/o al valor de la compañía.**
- **Reservar al Consejo la facultad de aprobación de la estrategia de la compañía, formulada por la alta dirección.**
- **Facilitar el buen desempeño de todos los miembros del Consejo de Administración, mediante programas de orientación dirigidos a los nuevos Consejeros para acelerar su conocimiento de la empresa, y reforzando los niveles de información periódica y puntual proporcionada a todos los Consejeros sobre la evolución del negocio y los resultados de gestión.**

iv) Medidas en debate

- **Implantar medios de evaluación formal del trabajo de los Consejeros, desarrollando criterios de seguimiento y remuneración vinculada al desempeño.**
- **Modificar la vigencia del mandato de los Consejeros o, al menos, reconsiderar su continuidad con mayor periodicidad. Para ello se propone aumentar la frecuencia de las votaciones en la Junta sobre este aspecto.**
- **Implantar medidas de seguimiento y evaluación externa del gobierno corporativo de las empresas (ratings de Buen Gobierno).**

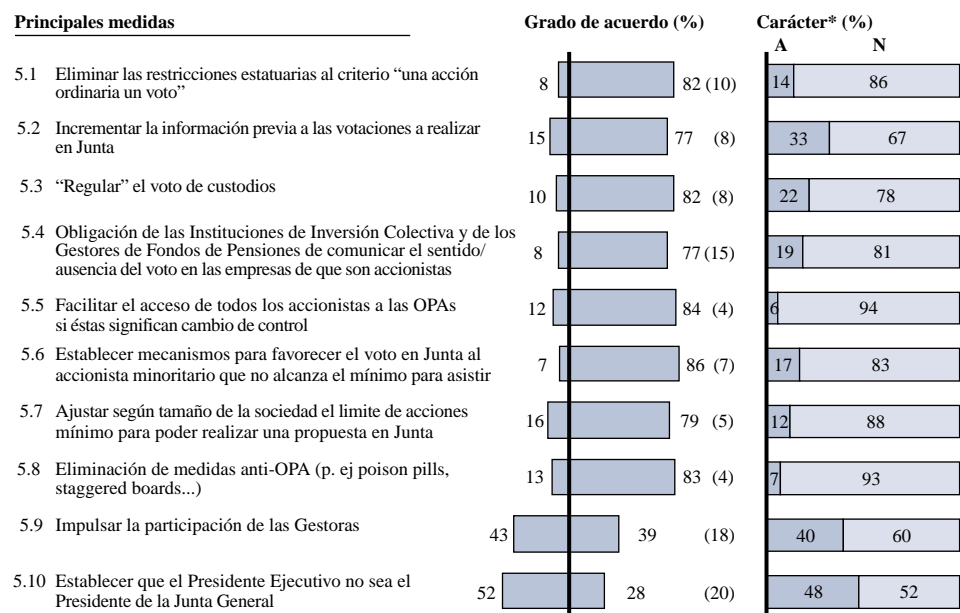
v) Carácter normativo vs autorregulado

En el ámbito de consideración de este apartado es de uniforme aceptación el carácter autorregulado de todas las medidas propuestas.



**ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE
LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35**

5a. Igualdad de derechos de los Accionistas



* A = Autorregulado (“recomendaciones”), N = Normativo (“Leyes”)

B. TRANSPARENCIA

B.1 Igualdad de derechos de los accionistas

i) Ámbito de referencia

En este ámbito constituyen aspectos de especial consideración tanto el uso efectivo del voto de los accionistas minoritarios en la Junta General como las posibles restricciones estatutarias al principio de “una acción un voto”, principios ambos que tienden a reconocerse en la mayor parte de los códigos.

Por otra parte, surgen dentro de este apartado aspectos como la necesidad de cambios en la regulación de las OPAs, así como la legiti-

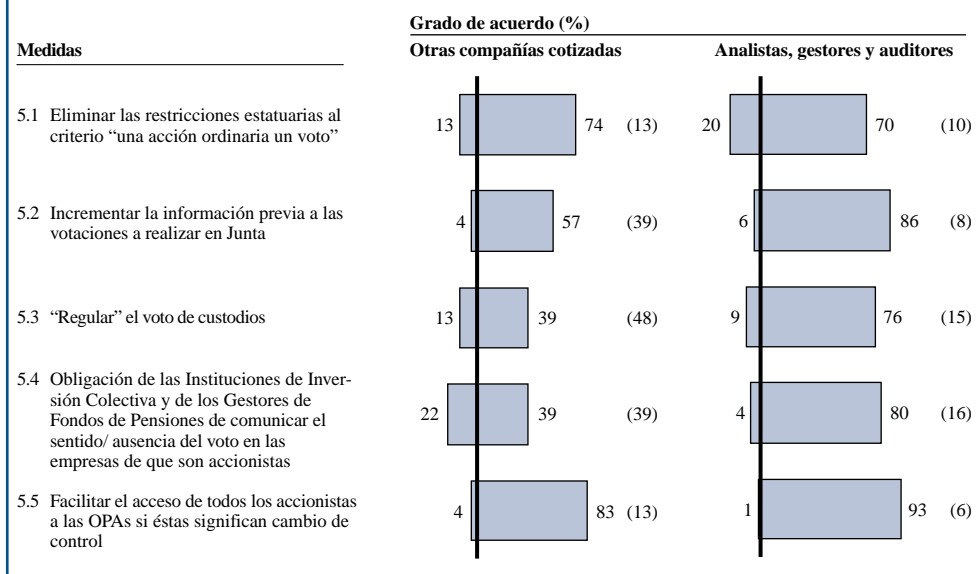


III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES

5b. Igualdad de derechos de los Accionistas

% desacuerdo | % acuerdo
| (% indiferente)



dad de las medidas anti-OPA, con la finalidad última de salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios.

ii) Consideraciones

Existe un claro consenso, que se pone de manifiesto en el cuadro 5a adjunto, en lo referente a la necesidad de establecer medidas que favorezcan los intereses de los accionistas minoritarios.

Así, ideas tales como la eliminación de restricciones estatutarias al criterio de "una acción ordinaria, un voto" o el establecimiento de medidas y mecanismos que favorezcan la participación y el voto en Junta de los minoritarios son consideradas como de general aceptación, si bien se les confiere a las mismas un carácter claramente normativo.

En la misma línea de consenso se sitúan los aspectos relacionados con la eliminación de medidas anti-OPA, o el acceso de todos los accio-



nistas a dichas OPAs si éstas significan cambio de control, otorgándoles asimismo un carácter normativo.

Por el contrario, no existe consenso en cuanto a la necesidad de adoptar medidas, tales como el tratar de impulsar la participación de las Gestoras e Instituciones de Inversión Colectiva en los Consejos de Administración o la separación de la figura del Presidente Ejecutivo y el Presidente de la Junta. Esta falta de consenso se hace extensiva también al posible carácter de autorregulado o normativo que se les pudiera otorgar.

iii) Medidas de consenso

- **Eliminar las restricciones estatutarias al criterio de “una acción ordinaria un voto”.**
- **Incrementar la información previa a las votaciones a realizar en Junta, asegurando con suficiente antelación la presentación, comunicación y explicación a los accionistas de la información relevante que se va a tratar, por ejemplo, mediante la celebración de reuniones informativas previas a las Juntas Generales.**
- **“Regular” el voto de custodios, asegurando que no existen delegaciones de voto en blanco.**
- **Obligar a las Instituciones de Inversión Colectiva y a las Gestoras de Fondos de Pensiones a comunicar el sentido/ausencia del voto en las Juntas de las empresas de las que son accionistas.**
- **Facilitar el acceso de todos los accionistas a las OPAs si éstas significan cambio de control en la compañía.**
- **Establecer los mecanismos necesarios para favorecer el voto en Junta al accionista minoritario que no alcanza el mínimo para asistir.**
- **Definir en función del tamaño de la sociedad, el límite de acciones mínimo para poder realizar una propuesta ante la Junta de accionistas.**

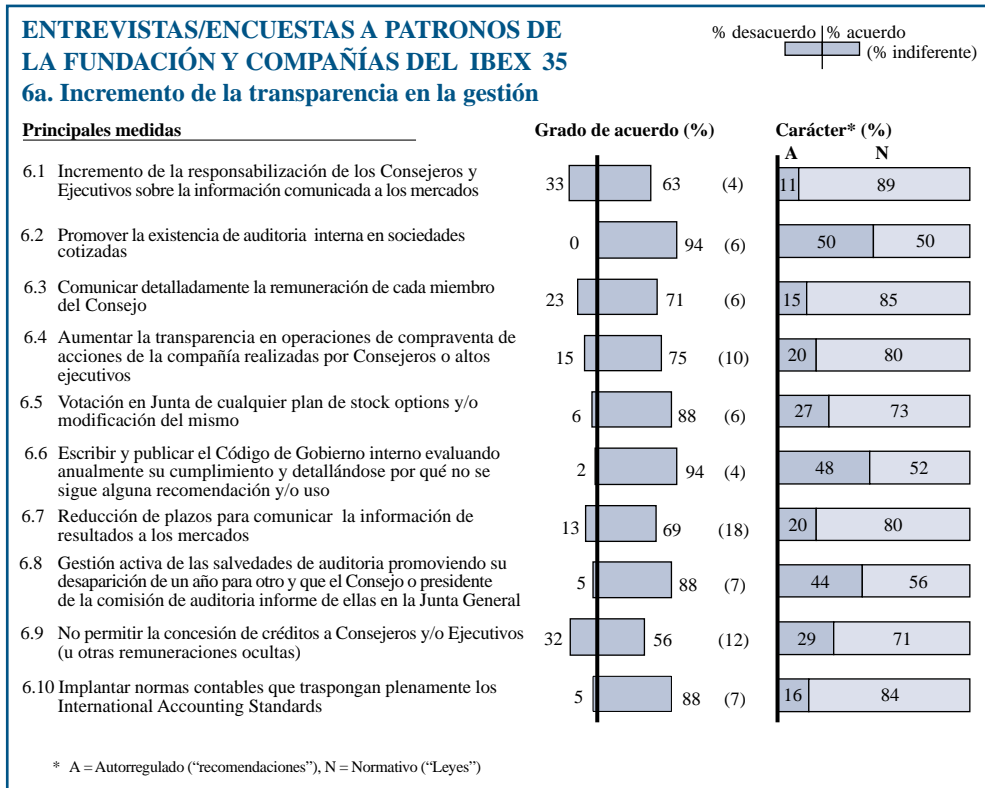


III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

- **Eliminación de medidas anti-OPA, evitando cláusulas que eviten los cambios en la toma de control de las compañías en el caso de que supongan una modificación de la estructura accionarial.**

iv) Medidas en debate

- **Impulsar la participación de las Gestoras y las Instituciones de Inversión Colectiva, promoviendo el nombramiento de Consejeros independientes / externos en aquellas sociedades en que su participación sea significativa.**
- **Establecer que el Presidente Ejecutivo no sea el Presidente de la Junta General, para garantizar la independencia entre la gestión y el control y supervisión.**

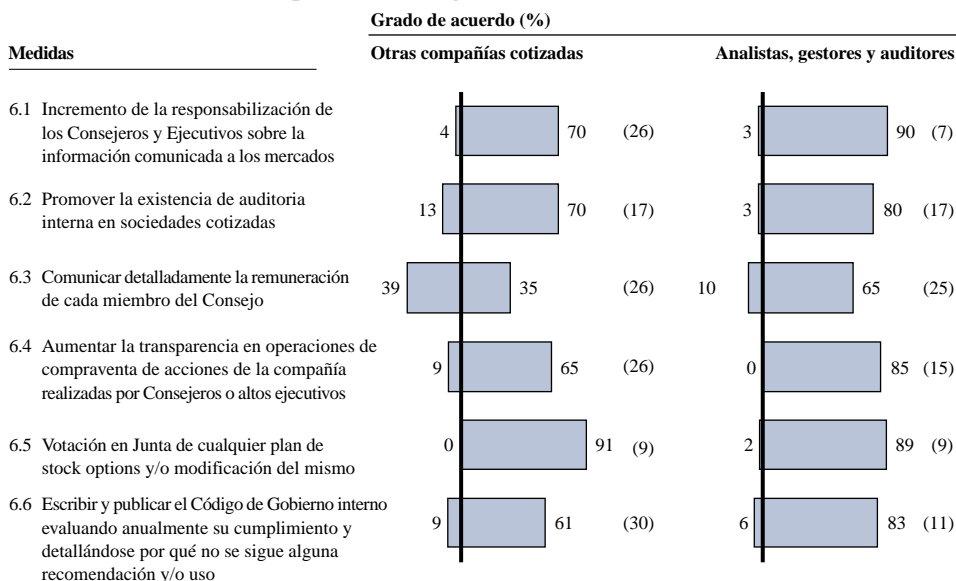




**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS
Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

% desacuerdo | % acuerdo
| (% indiferente)

6b. Incremento de la transparencia en la gestión



v) *Carácter normativo vs autorregulado*

El carácter normativo se confirma como el generalmente aceptado dentro de este apartado para las medidas en las que existe consenso.

B.2 Transparencia de la gestión

i) *Ámbito de referencia*

Los aspectos relacionados con la transparencia en la gestión de las compañías son calificados por parte de todos los agentes del mercado como de vital importancia dentro del marco del Buen Gobierno Corporativo actual, tanto en España como en los países de nuestro entorno.

Así, aspectos tales como la veracidad de los resultados comunicados por las empresas, la calidad de dicha información, o la rapidez con la



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

que se transmite a los mercados son algunos de los asuntos más relevantes que se debaten en este apartado. También cobran importancia otros asuntos tales como la transparencia en la remuneración de los Consejeros y altos ejecutivos, así como la transparencia en las operaciones de compraventa de acciones realizadas por los mismos.

ii) *Consideraciones*

Tal y como se puede apreciar en los cuadros 6a y 6b adjuntos, existe un claro consenso en cuanto al grado de acuerdo en la adopción de medidas que permitan el incremento de la transparencia. Este alto grado de acuerdo refleja la preocupación de los grupos de interés por estos temas, apoyando medidas de transparencia y de establecimiento obligatorio de funciones como la auditoría interna, especialmente en sociedades cotizadas.

iii) *Medidas de consenso*

- **Promover la existencia de auditoría interna en sociedades cotizadas, con establecimiento de planes concretos que aseguren la efectividad de su gestión.**
- **Comunicar detalladamente la remuneración de cada miembro del Consejo de Administración, especificando las cuantías y naturaleza de sus contraprestaciones.**
- **Aumentar la transparencia en operaciones de compraventa de acciones de la compañía realizadas por Consejeros o altos ejecutivos.**
- **Votar en la Junta General cualquier plan de stock options y/o modificación del mismo.**
- **Reducir los plazos para comunicar la información de resultados a los mercados.**
- **Escribir y publicar el Código de Gobierno interno evaluando anualmente su cumplimiento y detallándose por qué no se sigue alguna recomendación y/o uso.**
- **Gestionar activamente las salvedades de auditoría promoviendo su desaparición de un año para otro y que el Consejo de**



Administración o presidente de la comisión de auditoría informe de ellas en la Junta General.

- **Implantar normas contables que traspongan plenamente los International Accounting Standards, extendiendo sus recomendaciones en el menor plazo posible.**

iv) Medidas en debate

- **Incrementar la responsabilidad de los Consejeros y Ejecutivos, certificando la información comunicada a los mercados¹.**
- **No permitir la concesión de créditos a Consejeros y/o ejecutivos (u otras remuneraciones “extraordinarias”).**

v) Carácter normativo vs autorregulado

En el caso de las medidas relacionadas con la transparencia en la gestión, existe consenso en otorgar un carácter normativo a las mismas. No obstante en el caso de la existencia de auditoría interna en sociedades cotizadas, en la necesidad de evaluación anual del Código de Gobierno y en la gestión de las salvedades de auditoría, parece no haber amplia mayoría en este sentido, aunque tiende a pesar más el carácter normativo de estas medidas.

C. RELACIONES CON LOS AGENTES DEL MERCADO

C.1 Gestión de conflictos de interés

i) Ámbito de referencia

Dentro de los aspectos de relación con los agentes del mercado, los referentes a la independencia de los auditores, los bancos de negocios y los analistas financieros juegan en la actualidad un papel muy destacado dentro del ámbito empresarial.

¹ La cuestión planteada en las entrevistas hacía referencia conjuntamente al incremento de responsabilidad tanto de Consejeros como de Ejecutivos. Esto motivó que muchos entrevistados estuvieran disconformes con la medida en su conjunto, pero no con el incremento de la responsabilidad de los Ejecutivos.



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35

7a. Posibles conflictos de interés de otros agentes

Principales medidas

7.1 Limitación de actividades que puedan realizar las empresas Auditoras para su cliente

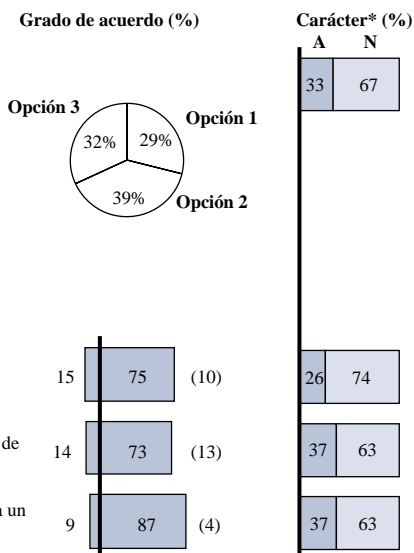
- *Opción 1*: Incompatibilidad de la actividad auditoria con cualquier otra actividad de servicios en un mismo cliente
- *Opción 2*: Incompatibilidad o limitación para determinados trabajos (como la implantación de sistemas de tecnología de la información financiera o la actividad actuarial o el outsourcing de auditoria interna o el book keeping)
- *Opción 3*: Recomendación de buen gobierno a las empresas de que el Comité de Auditoria deba en todo caso pronunciarse sobre las actividades que considera incompatibles con el ejercicio de la auditoria externa en su empresa

7.2 Rotación de equipos de la empresa auditora, o de la misma, en un plazo de años

7.3 Hacer incompatible la actividad de “equity research” con el resto de áreas de las instituciones financieras

7.4 Permitir “equity research” y “corporate finance” pero obligando a un “disclosure” total de las relaciones existentes entre analistas y analizados

% desacuerdo | % acuerdo
 (light grey) | (dark grey) (white) (% indiferente)



* A = Autorregulado (“recomendaciones”), N = Normativo (“Leyes”)

En este sentido, la recientemente aprobada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley Financiera), ha introducido ya aspectos referentes a la independencia y objetividad del auditor en su cliente, a la necesidad de rotación de los equipos de auditoría en determinadas compañías, y a la transparencia en las actividades de “equity research”, cuando coincidan con actividades potencialmente incompatibles. Aún así, se considera de interés trasladar la opinión del colectivo representado sobre estos aspectos.

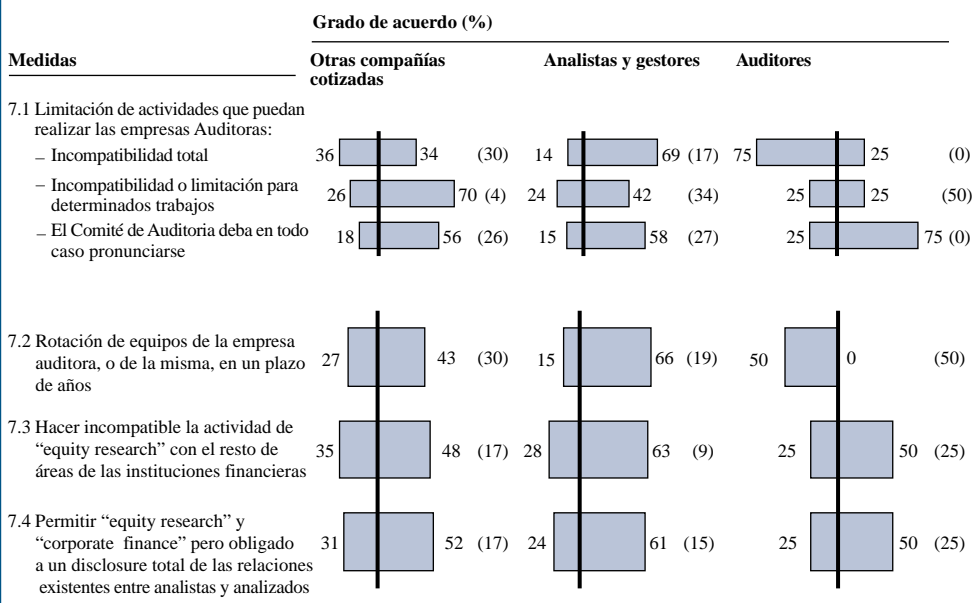
ii) Consideraciones

En los cuadros 7a y 7b se puede observar que existe un importante grado de acuerdo por parte del colectivo representado en este estudio en lo referente a la necesidad de establecer medidas que eviten los conflictos de interés con los agentes del mercado.



**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS
Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

7b. Posibles conflictos de interés de otros agentes



Así, en cuanto a la actividad de los auditores, existe una opinión mayoritaria de que el auditor podrá prestar otros servicios en el cliente, excepto aquellos que se determinen como incompatibles por la legislación, o bien de que el comité de auditoría se pronuncie sobre los servicios que considera incompatibles para su auditor.

Por otra parte, en cuanto a la función de los analistas, existe un amplio consenso acerca de la necesidad de independencia de la actividad de análisis y de recomendación de inversiones respecto al resto de actividades en Banca de Inversión, así como la necesidad de transparencia total de las relaciones entre las sociedades que realizan el análisis y las compañías analizadas.

iii) Medidas de consenso

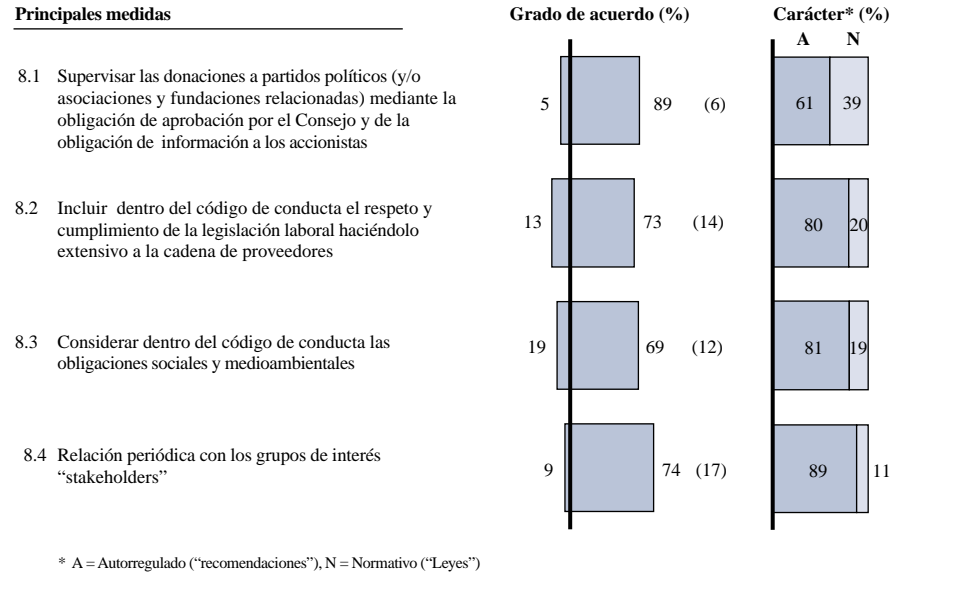
- **Establecer determinadas incompatibilidades en el tipo de servicios que el auditor puede prestar en su cliente de audi-**



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

ENTREVISTAS/ENCUESTAS A PATRONOS DE LA FUNDACIÓN Y COMPAÑÍAS DEL IBEX 35

8a. Responsabilidad social, ética y medioambiental



toría, bien sea por vía normativa o mediante pronunciamiento específico de los comités de auditoría de cada compañía.

- **Rotación de equipos de la empresa auditora, o de la misma, en un plazo determinado.**
- **Declarar la incompatibilidad de la actividad de análisis de valores (equity research) de las instituciones financieras con otras actividades que puedan afectar a la independencia de la actividad o, al menos, obligar a una declaración pública del conjunto de las relaciones entre la entidad financiera y la sociedad analizada.**

iv) Medidas en debate

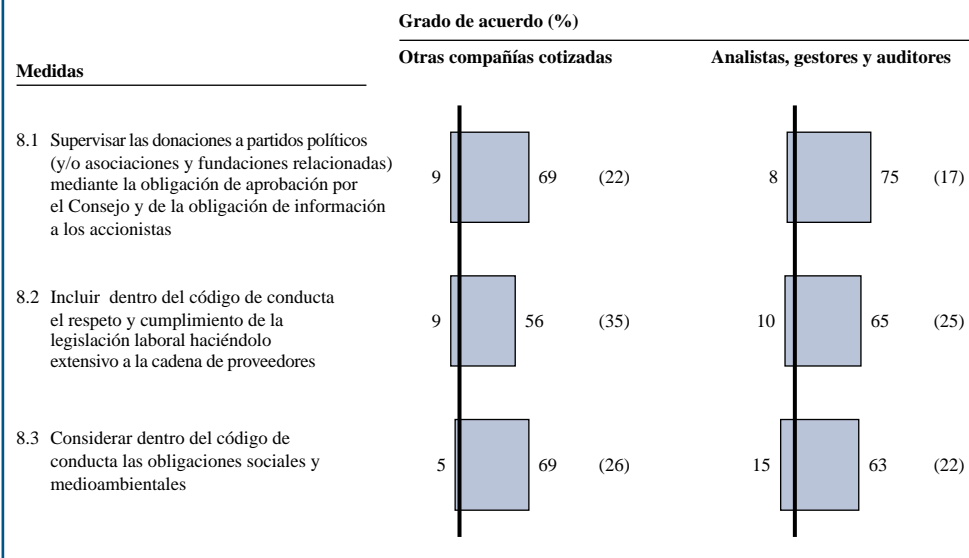
Ninguna.



**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS
Y ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

% desacuerdo | % acuerdo
| (% indiferente)

8b. Responsabilidad social, ética y medioambiental



v) *Carácter normativo vs autorregulado*

Existe un amplio consenso en cuanto al otorgamiento de un carácter normativo a todo este tipo de medidas.

C.2 Responsabilidad social, ética y medioambiental

i) *Ámbito de referencia*

Existe en la actualidad un amplio debate creado en torno a la responsabilidad social corporativa de las empresas.

Aspectos tales como el comportamiento ético por parte de los diferentes órganos de gobierno de las empresas y el cumplimiento de las normativas de carácter social y medioambiental, preocupan, no sólo a



III. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y MEDIDAS DERIVADAS DEL CONSENSO DE LAS ENTREVISTAS Y DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

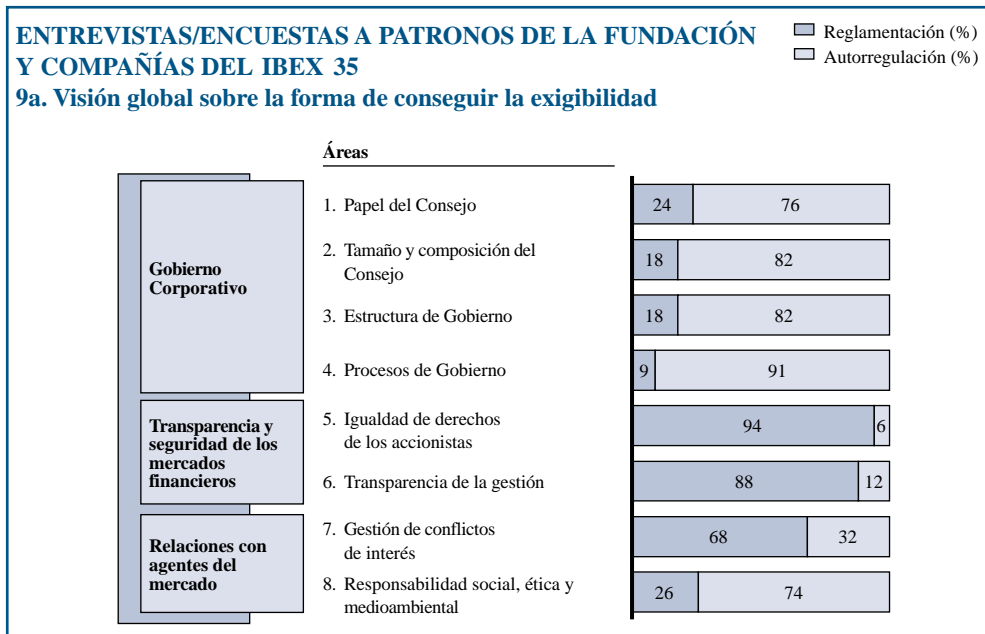
las compañías, sino también a todos aquellos grupos de interés que mantienen relaciones con las mismas.

ii) Consideraciones

El nivel de consenso en cuanto a la necesidad de implantar medidas relacionadas con los aspectos éticos, la responsabilidad social y la relación con los grupos de interés es elevado, si bien el carácter que se otorga a dichas medidas es mayoritariamente el autorregulado.

iii) Medidas de Consenso

- **Supervisar las donaciones a partidos políticos (y/o asociaciones y fundaciones relacionadas) mediante la obligación de aprobación por el Consejo de Administración y de la obligación de información a los accionistas.**
- **Incluir dentro del código de conducta de la entidad el respeto y cumplimiento de la legislación laboral, haciéndolo**





**CUESTIONARIOS A OTRAS COMPAÑÍAS COTIZADAS Y
ANALISTAS, GESTORES Y AUDITORES**

■ Reglamentación (%)
□ Autorregulación (%)

9b. Visión global sobre la forma de conseguir la exigibilidad

Áreas*	Otras compañías cotizadas		Analistas, gestores y auditores		
Gobierno Corporativo	2. Tamaño y composición del Consejo	34	66	33	67
	3. Estructura de Gobierno	47	53	33	67
	4. Procesos de Gobierno	17	83	25	75
Transparencia y seguridad de los mercados financieros	5. Igualdad de derechos de los accionistas	91	9	81	19
	6. Transparencia de la gestión	61	39	73	27
Relaciones con agentes del mercado	7. Gestión de conflictos de interés	56	44	65	35
	8. Responsabilidad social, ética y medioambiental	35	65	46	54

* En estas encuestas no fue incluido el apartado primero ("Papel del Consejo")

extensivo a los proveedores que trabajan habitualmente con la misma.

- **Considerar dentro del código de conducta las obligaciones sociales y medioambientales de la compañía.**
- **Establecer sesiones periódicas en el Consejo para el fomento de la relación con los grupos de interés, estableciendo un marco de comunicación bidireccional adecuado.**

iv) *Medidas en debate*

Ninguna.

v) *Carácter normativo vs autorregulado*

El carácter otorgado por el colectivo representado en este estudio a este tipo de medidas relacionadas con la responsabilidad social, ética y medioambiental es autorregulado, existiendo un amplio consenso en este sentido.



La realización de las encuestas en formato de entrevistas ha permitido recoger opiniones y posicionamientos más allá del simple acuerdo o el desacuerdo, y su consiguiente reflejo estadístico. En este sentido, la Fundación de Estudios Financieros ha considerado oportuno la inclusión del presente Capítulo IV en este estudio, que pone el acento en el análisis cualitativo del resultado de las entrevistas y encuestas, aún a riesgo de reiterar algunos de los resultados ofrecidos en el apartado anterior. Ello nos lleva a plantear las siguientes consideraciones:

- A. Existe una heterogeneidad de opiniones significativamente mayor de lo que los “resultados cuantitativos” parecen indicar. Los aspectos en que se delimita con mayor nitidez esa heterogeneidad son cuatro:
- Derechos y representación de los accionistas
 - Procesos de gobierno
 - Transparencia del gobierno interno, y
 - Gestión de conflictos de interés de agentes externos (auditoría y analistas de entidades financieras).
- B. De forma cualitativa, las medidas a adoptar podrían segmentarse en cinco grupos: los cuatro primeros suponen distintos niveles de intensidad en la reforma del Gobierno Corporativo, mientras que el último se corresponde con la manera de abordar la gestión de los conflictos de interés, y es en gran medida independiente de los demás. Dichos grupos de medidas son los siguientes:
1. Medidas “de mínimos”, incluidas ya en gran medida en el Código Olivencia.
 2. Medidas para asegurar la transparencia y la prevención y gestión de conflictos de interés de los accionistas significativos, algunas ya incluidas en el Código Olivencia.
 3. Medidas para avanzar en el equilibrio en la composición del Consejo.
 4. Medidas para garantizar una representatividad proporcional de la base accionarial en el Consejo.
 5. Medidas para gestionar los conflictos de interés de los agentes externos (auditoría y analistas de entidades financieras).



- C. Nuestra mejor interpretación de las opiniones expresadas en las entrevistas, con todas las matizaciones que pueden hacerse, apuntaría hacia la existencia de un “consenso suficiente” para avanzar en los tres primeros bloques de medidas. Entendemos, sin embargo, que existe una profunda disparidad de opiniones acerca de la conveniencia de impulsar el cuarto bloque, así como en las medidas concretas a establecer para la gestión de los conflictos de interés de agentes externos (bloque 5).
- D. Por último, con respecto al carácter con que deberían implantarse las medidas para garantizar su aplicación (i.e., autorregulado vs. normativo) existe un consenso muy claro sobre la conveniencia de adoptar con carácter normativo aquellas medidas relativas a igualdad de derechos de los accionistas, transparencia y seguridad de los mercados financieros y gestión de conflictos de interés de agentes externos, y con carácter autorregulado las relativas a la composición y funcionamiento de los órganos internos de la empresa.

A continuación se desarrollan estas conclusiones con mayor detalle.

A. HETEROGENEIDAD DE OPINIONES, DELIMITADA POR CUATRO ASPECTOS

El trabajo realizado por la Fundación ha encontrado mucho más que la visión cualitativa sobre el porcentaje de apoyo o rechazo expresado para cada medida concreta. Las entrevistas realizadas han permitido recoger puntos de vista y opiniones muy cualificadas de figuras representativas del panorama empresarial español. De estas entrevistas se desprende la existencia de debates abiertos sobre las principales cuestiones relativas al Gobierno Corporativo en España, y se aprecia una pluralidad en los planteamientos y un nivel de heterogeneidad de opiniones superior a lo que una primera exploración de los resultados numéricos podría indicar.

En este sentido, es preciso reconocer que aún existiendo en algunos casos entre los entrevistados una amplia mayoría numérica favorable a la adopción de un determinado conjunto de medidas, existe al mismo tiempo un grupo significativo con opiniones contrarias, muy fuertes y formadas, sobre todo entre aquellos más directamente implicados en el gobierno efectivo de las empresas.

Son cuatro los aspectos que delimitan con mayor nitidez las principales cuestiones relativas al Gobierno Corporativo abiertos a debate en el mundo empresarial español:



- 1° **Derechos y Representación de los Accionistas.** Las principales cuestiones abiertas en esta área son las siguientes:
- ¿De qué manera debe representar el Consejo de Administración a los accionistas (representatividad proporcional versus existencia de accionistas significativos)?
 - En el caso de que existan grupos de accionistas que puedan ejercer una influencia significativa, ¿cómo asegurar la ausencia de conflictos de interés entre éstos y el resto de los accionistas?
 - ¿Cuál debe ser el rol a desempeñar por el Consejero independiente / externo en el entorno empresarial español?
 - ¿Es realmente necesaria (o conveniente) la independencia del Consejo respecto de la gestión? En su caso, ¿cuál es la mejor forma de garantizarla?
 - ¿De qué forma se deben regular las OPAs y cláusulas de blindaje?
- 2° **Procesos de Gobierno.** Las principales cuestiones abiertas incluyen:
- ¿Cómo debe ser el proceso de elección, evaluación, remuneración y reelección de los Consejeros?
 - ¿Cuál debe ser la responsabilidad legal de los Ejecutivos por su propia gestión?
- 3° **Transparencia del Gobierno Interno.** El debate en este aspecto se centra principalmente en un tema: ¿Qué nivel de transparencia e información es necesario transmitir a los mercados, con carácter adicional a la publicación de un Código de Buen Gobierno?
- 4° **Conflictos de Interés de Agentes Externos (auditoría y analistas de entidades financieras).** La principal cuestión en debate es: ¿Cuáles han de ser las medidas a adoptar en esta área con el objeto de mantener la confianza en los mercados?

B. CINCO GRUPOS DE POSIBLES MEDIDAS, EN FUNCIÓN DE LA INTENSIDAD DE LAS REFORMAS PROPUESTAS

En función de las distintas opiniones sobre las cuestiones apuntadas en el apartado anterior es posible identificar distintos grupos de medidas según su inten-



sidad que, en consecuencia, cuentan con un nivel diferente de apoyo en el mundo empresarial español.

De este modo, las medidas pueden segmentarse en los cinco grupos antes citados. Los cuatro primeros grupos corresponden a los distintos niveles de intensidad, ordenados de menor a mayor, de las reformas planteadas del Gobierno Corporativo y el último grupo corresponde a la mejor manera de resolver los conflictos de interés de agentes externos (y es en cierta medida independiente de los demás):

1. Medidas “de mínimos”, incluidas ya en gran medida en el Código Olivencia
2. Medidas para asegurar la transparencia y la prevención y gestión de conflictos de interés de los accionistas significativos
3. Medidas para avanzar en el equilibrio en la composición del Consejo
4. Medidas para garantizar una representatividad proporcional de la base accionarial en el Consejo
5. Medidas para gestionar los conflictos de interés de los agentes externos (auditoría y analistas de entidades financieras)

1. Medidas “de mínimos”, incluidas ya en gran medida en el Código Olivencia

Se trata de un grupo de medidas de alto consenso en términos cuantitativos y sobre las que no existen posturas encontradas significativas. En gran medida, mantienen el “statu quo” y no suponen un gran avance sobre lo ya recogido en el Código Olivencia. Las principales medidas identificadas en este grupo son las siguientes:

En cuanto a los *Procesos de Gobierno*:

- Impulsar una mayor participación de la totalidad del Consejo de Administración en:
 - El control y supervisión del negocio y de sus principales riesgos
 - El nombramiento, evaluación, fijación de la retribución y planificación de la sucesión del Primer Ejecutivo



IV. ANÁLISIS Y VALORACIONES SOBRE LOS PRINCIPALES PUNTOS DE DEBATE Y DISCREPANCIAS

— La determinación de las políticas de comunicación e información con los accionistas

- Recomendar unos límites para el tamaño del Consejo y, cuando no sea posible un tamaño reducido, establecer una Comisión Ejecutiva
- No establecer una edad límite para los Consejeros
- Incrementar la información (periódica y puntual) proporcionada a los Consejeros sobre la evolución del negocio y los resultados de gestión, para que estos puedan ejercer realmente un papel más activo dentro del Consejo
- Asegurar que los nuevos Consejeros, una vez nombrados, reciben programas de orientación acerca de la empresa
- Establecer la existencia de una comisión de nombramientos y retribución, con mayoría de Consejeros no ejecutivos, con un papel muy activo dentro del Consejo
- Establecer la existencia de una comisión de auditoría, formada por mayoría de Consejeros independientes / externos, a la que reportarían el auditor interno y externo. Las labores efectuadas por dicha Comisión deberían ser comunicadas transparentemente

En cuanto a la Transparencia de *Gobierno Interno*:

- Recomendar la existencia de auditoría interna en las sociedades cotizadas
- Asegurar la gestión activa de las salvedades de auditoría, promoviendo incluso su desaparición de un año para otro y que el Consejo o Presidente de la comisión de auditoría informen de ellas en la Junta General
- Regular la votación en Junta de planes de “stock options” (y de todo tipo de modificaciones de los mismos).

En cuanto a los *Conflictos de Interés de Terceros*:

- Reforzar las “murallas chinas” en las entidades financieras



- Asegurar la transparencia total de las relaciones entre la firma analizada y las entidades financieras que la analizan
- Asegurar la rotación de socios de las firmas auditoras
- Hacer responsable a la Comisión de Auditoría de la determinación de las posibles actividades adicionales a realizar por los auditores externos en la empresa.

2. Medidas para asegurar la transparencia y la prevención y gestión de conflictos de interés de los accionistas significativos

Estas medidas están encaminadas a establecer reformas en el Gobierno Corporativo que garanticen la máxima transparencia sobre la situación de control de la empresa y el máximo alineamiento de los intereses de todos los accionistas. Se pretende prevenir y gestionar los conflictos de interés entre los accionistas que puedan ejercer una influencia significativa, particularmente cuando no cuentan con la mayoría, y el resto de accionistas. A este respecto, no se debe olvidar que el Consejo de Administración es un órgano colegiado, en el que todos los Consejeros deben defender los intereses de todos los accionistas, y por tanto, es importante tener en consideración todos los distintos intereses que confluyen en la sociedad a la hora de la toma de decisiones.

Los partidarios de la adopción de este conjunto de medidas no se oponen a la existencia de grupos de accionistas que puedan ejercer una influencia significativa siempre y cuando se garantice que sus intereses no entran en conflicto con los del resto de los accionistas. Para alcanzar este objetivo se precisa —al menos— de mecanismos en Junta que permitan a los minoritarios ejercer un control efectivo sobre el Consejo en caso de conflictos de interés, junto con un control estricto de dichos conflictos.

Es preciso señalar que este tipo de medidas ya comienza a suscitar un cierto debate, ya que su adopción supone —de hecho— introducir un salto cualitativo en la forma en la que actualmente se gobiernan muchas de las grandes compañías en España a través de accionistas con participaciones significativas.



IV. ANÁLISIS Y VALORACIONES SOBRE LOS PRINCIPALES PUNTOS DE DEBATE Y DISCREPANCIAS

En lo relativo a los *Derechos y Representación de los Accionistas*, el tipo de medidas² que entrarían dentro de este grupo estarían orientadas a:

- Regular de manera estricta los potenciales conflictos de interés de los Consejeros (y las entidades que representan) —particularmente en lo que se refiere a grupos de accionistas que puedan ejercer una influencia significativa sin tener mayoría accionarial—. Dicha regulación se enfocaría a evitar situaciones en que un grupo de control minoritario que fuese cliente, proveedor o competidor significativo de la empresa en cuestión pudiera sacar ventaja de la situación en detrimento del resto de los accionistas. En este sentido, se plantea la conveniencia de que todos los Consejeros tengan la obligación de poner de manifiesto los conflictos de interés con la mayor transparencia y que las operaciones que vinculen al accionista de referencia con la Sociedad sean aprobadas por el Consejo, sin que voten en ellas los representantes de los accionistas de referencia.
- Establecer mecanismos que permitan a los minoritarios, a través de la Junta, ejercer un control efectivo sobre el Consejo en caso de conflictos de interés, mediante la introducción de medidas como, ajustar según la sociedad el límite de acciones necesarias para poder realizar propuestas en Junta, establecer mecanismos para favorecer el voto de los minoritarios que no alcanzan el mínimo para asistir, o facilitar agrupaciones o sindicaciones de acciones.
- Modificar la regulación de OPAs para que todos los accionistas tengan derecho a participar de una prima cuando se produzca un cambio de control efectivo y para que se eliminen de los estatutos societarios las cláusulas de blindaje “desproporcionadas”, ya que van en perjuicio del pequeño accionista. En relación con lo primero, se considera deseable que exista una definición explícita de lo que es “cambio de control” y no se deje al criterio subjetivo de un organismo regulador, que aumentaría la inseguridad jurídica.

Por otra parte, en cuanto a la Transparencia de Gobierno Interno, las medidas tendrían por objeto asegurar una transparencia total sobre la

² Algunas de las medidas que se incluyen dentro de este capítulo fueron sugeridas directamente por los entrevistados, aunque no se recogían directamente en el cuestionario. Por ello, dichas medidas no figuran posteriormente en el Anexo, ni en los cuadros del capítulo anterior, al estar estos basados únicamente en los resultados de las entrevistas realizadas.



composición del Consejo y los intereses que representan los Consejeros, así como sobre las relaciones de estos últimos (y las entidades que representan) con la compañía. Además, se proponen medidas adicionales en este campo, como son:

- Aumentar el plazo que media entre la convocatoria de la Junta y su celebración.
- Incluir suficiente detalle en el orden del día.
- Establecer que cuando un accionista, o grupo de accionistas, pueda ejercer la mayoría de los derechos de voto en la Junta no teniendo la mayoría del capital, y el Consejo de Administración lo pueda suponer de antemano, se haga público como parte de la información relevante a comunicar con carácter previo a la Junta.
- Establecer que tras la celebración de la Junta, se informe del quórum de asistencia y del sentido y naturaleza de los votos registrados en los distintos acuerdos.

Como es lógico, existe una corriente de opinión que no consideraría conveniente la adopción de este grupo de medidas ya que la existencia de grupos con capacidad para ejercer una influencia significativa es legítima e incluso conveniente para muchos accionistas minoritarios. Estos últimos saben de antemano de la existencia de dichos grupos, consideran frecuentemente que crean valor, y consecuentemente invierten por ello. El forzar una regulación excesiva de conflictos de interés puede dificultar la presencia de dichos grupos en el Consejo, lo que al final puede ir en detrimento del valor de la Compañía. Además, consideran que la publicación del Código de Gobierno interno ya asegura suficiente transparencia, y establecer otras medidas adicionales podría llegar a ser contraproducente.

Por otra parte, en torno a la cuestión de la supresión de los blindajes anti-OPA, algunos entrevistados manifiestan una honda preocupación con tomar iniciativas individuales como país, enfocadas a una eliminación de los blindajes que no sea paralela a la llevada a cabo por países de nuestro entorno económico, ya que ello nos situaría en una desventaja competitiva y económica. Según esta opinión, si eso fuera así, se podría facilitar que las principales compañías españolas cayeran bajo el control de empresas extranjeras frente a las que no sería posible ejercer una acción similar por parte española. Ello sería especialmente grave si no se modificara la legislación de OPAs en el sentido de exigir OPAs mayoritarias para poder ejercer el control.



3. Medidas para avanzar en el equilibrio en la composición del Consejo

Este grupo de medidas tiene como objetivo conseguir que el Consejo cumpla de manera más efectiva su papel de supervisión y control, tanto en relación con el curso de la compañía como con su gestión. Para ello, por una parte, se debe aumentar la independencia del Consejo respecto de la gestión y, por otra, se debe moderar su nivel de condicionamiento por los grupos de control. De este modo, se mejoraría su papel en la representación y defensa de los intereses de la totalidad de accionistas.

En el área de *Derechos y Representación de los Accionistas*, el tipo de medidas que se proponen, y que empiezan ya a generar una mayor división de opiniones, irían encaminadas a:

- Asegurar una presencia significativa de Consejeros independientes / externos en el Consejo, cuidando que su nivel de retribución no ponga en peligro la propia independencia. En cualquier caso, no conviene fijar un número determinado de independientes / externos, ya que el óptimo depende de la estructura accionarial de la Sociedad.
- Exigir una declaración formal del Consejo y del propio Consejero cada vez que se nombra un nuevo Consejero independiente / externo. En relación con este tema, varios entrevistados han coincidido con los criterios de mínimos que a efectos de definición de independiente se recogen en el informe Winter.
- Introducir mecanismos que no distorsionen la participación de los accionistas minoritarios en la Junta, por ejemplo mediante medidas como regular de manera más estricta el voto de custodios (particularmente cuando además son accionistas dominicales significativos), obligar a las Instituciones de Inversión Colectiva a comprometerse más con las empresas en que son accionistas, al menos mediante la comunicación del sentido de sus votos, o regular la delegación electrónica del voto para agilizar y simplificar la misma, al facilitar al accionista realizarla vía Internet.
- Promover la separación de las funciones de Presidente y Primer Ejecutivo para que exista una mayor independencia del Consejo respecto de la Gestión y se facilite la capacidad del Consejo para poder cambiar al Primer Ejecutivo en caso necesario (lo que es indudablemente más difícil cuando éste es el propio Presidente). En caso de dicha separación no fuese posible, al menos se recomendaría que el Presidente no perteneciera al grupo de control principal y/o que existiera un “Lead Director” o Vicepresidente del Consejo. No obstante,



se han expresado opiniones muy cualificadas contrarias a estos principios que argumentan que la identidad de la función de Presidente y Primer Ejecutivo en la misma persona produce una mayor eficiencia en la dirección efectiva de las empresas, asegurando, por tanto, de mejor manera el incremento de valor para el accionista.

Dentro esta línea de opinión, en el área de Procesos de Gobierno, se apoyarían medidas encaminadas a:

- Incrementar la responsabilidad legal actual de los principales Ejecutivos³ —equiparando su responsabilidad a la de los Consejeros u obligándoles a certificar las cuentas anuales y toda la información económica comunicada al mercado— como mecanismo para: (1) Acercar más el papel del Consejo a su capacidad real de intervención en las grandes sociedades cotizadas, en las que por su elevada complejidad apenas si le permiten realizar una función de supervisión y control; y (2) Atraer Consejeros independientes / externos con niveles de remuneración moderados.
- Ahondar en la independencia del Consejo respecto de la gestión, estableciendo la existencia de una Comisión de Nombramientos compuesta por mayoría de independientes / externos, e introduciendo un mayor rigor en la elección y reelección de Consejeros y del Primer Ejecutivo, evitando las renovaciones casi automáticas.

Existen también entre los entrevistados partidarios de no adoptar este grupo de medidas, ya que no consideran necesaria —ni conveniente— la mayor independencia del Consejo respecto de la gestión para un mejor gobierno interno. Por contra, defienden una cierta identificación entre Consejo y gestión como vehículo importante para mejorar la gestión empresarial global, para lo cual recomiendan también la integración de un número de Ejecutivos en el Consejo. Por último, son muy escépticos con respecto a la figura del Consejero independiente / externo, al considerar que su compromiso con la compañía es mucho menor que el de cualquier accionista dominical o ejecutivo. En este sentido, también resaltan que la tipología de las empresas españolas hace que en algunos casos la presencia del “empresario-fundador” como Presidente y Primer Ejecutivo al frente del negocio sea una garantía importante para los propios inversores.

³ La cuestión planteada en las entrevistas hacía referencia conjuntamente al incremento de responsabilidad tanto de Consejeros como de Ejecutivos. Esto motivó que muchos entrevistados estuvieran disconformes con la medida en su conjunto, pero no con el incremento de la responsabilidad de los Ejecutivos.



4. Medidas para garantizar una representatividad proporcional de la base accionarial en el Consejo

Este grupo de medidas tiene como fin asegurar que se alcanza una representación “suficientemente proporcional” de la base de accionistas en el Consejo, de tal forma que se asegure que un accionista (o grupo de ellos) que no cuente con la mayoría del capital no pueda ejercer el control mayoritario. En sociedades cotizadas, esto lleva a un papel preponderante de los Consejeros independientes / externos en los Consejos, así como una serie de medidas relacionadas para asegurar un buen funcionamiento de este tipo de Consejos.

En lo relativo a Derechos y Representación de los Accionistas, se debería establecer una mayoría de Consejeros independientes / externos en el Consejo en ausencia de un grupo (o grupos) de control mayoritario del capital (>50%), promoviendo un papel muy activo de los mismos dentro de las principales Comisiones.

En cuanto a Procesos de Gobierno las medidas irían encaminadas a avanzar en la medición del desempeño del Consejo y en su profesionalización, a través de la realización de evaluaciones formales del Consejo y de cada Consejero y el incremento de la proporción de su retribución ligada a su desempeño.

Por último, en lo referente a Transparencia del Gobierno, se buscaría fomentar el desarrollo de medidas de seguimiento y evaluación externa del Gobierno Interno de cada empresa (“ratings” de Buen Gobierno).

En las entrevistas se han expresado puntos de vista fuertemente contrarios al conjunto de medidas incluidas en este grupo. Esta corriente de opinión estaría preocupada con dar un paso que puede suponer dejar el gobierno de las principales sociedades del país en manos de “independientes” con poca cercanía y experiencia en el gobierno de las mismas, desplazando a los “accionistas más representativos” y quizás sin representar tampoco ellos mismos genuina y efectivamente a los accionistas minoritarios. Ello puede provocar una situación disruptiva y un gobierno casi “inmanejable” de estas sociedades. Al mismo tiempo, se cita la dificultad de encontrar una cantidad tan grande de Consejeros realmente independientes, que realmente lo sean y estén cualificados para la tarea encomendada. En cuanto a la implantación de “ratings” de Buen Gobierno, se manifiesta una oposición a su imposición, al considerar que simplemente se debería dejar al interés del mercado, y que en cualquier caso existen actualmente diversos mecanismos válidos de seguimiento (p.ej.: a través de la CNMV).



5. Medidas para gestionar los conflictos de interés de los agentes externos (auditoría y analistas de entidades financieras)

Existe un intenso debate acerca de los conflictos de interés de terceros (auditores y analistas de entidades financieras), independientemente de la intensidad de las reformas del Gobierno Corporativo que se consideren oportunas.

Tal y como se apuntaba anteriormente, se parte en todo caso de un consenso basado en el establecimiento de una serie de medidas (refuerzo de las “murallas chinas” en las entidades financieras, obligación de transparencia total de las relaciones entre entidad financiera y firma analizada, rotación de socios en empresas auditoras, y responsabilidad de la comisión de auditoría por delimitar los trabajos del auditor externo).

En este sentido, conviene apuntar que la recientemente aprobada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero incorpora ya algunas de estas medidas.

En el otro extremo, se percibe una mayor discrepancia en lo referente a otro tipo de medidas para la gestión de conflictos de interés, tales como el hacer incompatible el análisis de inversiones con las actividades de “corporate finance” en banca, y en auditoría obligar a la rotación de las firmas auditoras y limitar total o parcialmente las actividades que dichas firmas pueden realizar para sus clientes. En relación con este tema, cabe destacar que la ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introduce ya una limitación parcial de las actividades que puede realizar el auditor externo en el cliente que audita.

Los entrevistados que se muestran contrarios a la adopción de este último tipo de medidas transmiten su preocupación por el “coste” derivado de la puesta en práctica de las mismas; en concreto, por la pérdida de capacidad de análisis derivada de la inviabilidad de las sociedades de análisis independientes, y por la pérdida de la experiencia y el conocimiento de las empresas de auditoría para hacer otros trabajos en las empresas auditadas.

Por el contrario, los entrevistados que se muestran partidarios de estas medidas consideran que la confianza en el sistema es un tema crítico y que es necesario asumir el coste de las medidas.



C. EXISTENCIA DE UN GRADO DE CONSENSO SUFICIENTE PARA AVANZAR EN LOS TRES PRIMEROS GRUPOS DE MEDIDAS

Nuestra mejor interpretación de los resultados obtenidos de las entrevistas es que existe un consenso bastante alto en torno a la conveniencia de adoptar las medidas recogidas en los grupos primero, segundo y tercero, en términos generales⁴:

- Para el primer grupo de medidas (“medidas de mínimos”) existe un consenso prácticamente total, si bien éstas no suponen reformas significativas sobre la práctica habitual de muchas sociedades o lo ya recogido en el Código Olivencia.
- Los grupos de medidas segundo (“medidas para asegurar la transparencia y la prevención y gestión de conflictos de interés de los accionistas significativos”) y tercero (“medidas para avanzar en el equilibrio en la composición del Consejo”), suponen introducir un salto cualitativo importante en la práctica del Gobierno Corporativo en nuestro país. Si bien existe un debate abierto acerca de algunas de las cuestiones específicas, consideramos que existe una masa crítica suficiente dentro del mundo empresarial español que podría apoyar una implantación efectiva de estas medidas.

Es al referirnos al cuarto grupo de medidas (“medidas para asegurar una representatividad proporcional de la base accionarial en el Consejo”) cuando surgen las mayores discrepancias por parte de un grupo pequeño aunque cualitativamente significativo y experimentado que manifiesta una oposición a su adopción. Tal oposición se fundamenta en la dificultad de gestionar establemente un Consejo mayoritariamente constituido por independientes / externos y en la dificultad de identificar un número tan elevado de auténticos independientes, cualificados para el trabajo de Consejeros de sociedades tan complejas como muchas de las cotizadas.

Con respecto a la gestión de conflictos de interés de agentes externos se plantea también un cierto debate acerca de si se debe ir hacia medidas más “duras” o más “blandas”, en relación con la prohibición de actividades de análisis y Corporate Finance de forma conjunta, aunque sí parece haber un amplio consenso en relación con que se garantice la transparencia total de las relaciones entre las empresas analizadas y las que realicen el análisis mediante un “disclosure” exhaustivo de los conflictos de interés y de las interrelaciones entre ellos.

⁴ Independientemente de que en relación con cualquiera de las propuestas concretas incluidas en cada bloque de medidas pueda haber mayor o menor consenso.



En materia de auditoría, hay una minoría significativa de entrevistados, que considera oportuno hacer totalmente incompatible la actividad de la auditoría con cualquier otro servicio al cliente, aunque sí aparece un consenso claro sobre que sea el comité de auditoría el que defina cuáles son las incompatibilidades del auditor frente a dicha empresa.

D. NECESIDAD DE UN EQUILIBRIO “AUTORREGULACIÓN-NORMATIVA”

Por último, es necesario hacer referencia a las opiniones de los entrevistados sobre la forma de alcanzar la exigibilidad de las diferentes medidas que se han propuesto.

En esta área sí existe un altísimo nivel consenso, que es independiente de la intensidad de las medidas finales adoptadas.

Como regla general, se ha expresado una fuerte opinión en el sentido de limitar al mínimo las modificaciones legislativas, dejando al ámbito de la autorregulación de las sociedades todo aquello que sea posible.

Con carácter más concreto, y en función de los diferentes temas encuadrados dentro del Gobierno Corporativo:

- Se recomienda establecer con carácter normativo la mayor parte de las medidas relacionadas con la igualdad de derechos de los accionistas, la transparencia y seguridad de los mercados financieros y la gestión de conflictos de interés.
- Se recomienda establecer con carácter de recomendación de buen gobierno (autorregulación) la mayor parte de las medidas relacionadas con la composición y funcionamiento de los órganos internos de la empresa, promoviendo el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno mediante la máxima transparencia, es decir, obligando a las empresas cotizadas a publicar el Código de Buen Gobierno interno, a evaluar su cumplimiento y a justificar por qué no se siguen determinadas recomendaciones, en su caso.

Adicionalmente, también se ha apuntado que toda modificación normativa debe tener en cuenta la realidad de las sociedades cotizadas en España, que al contar con una estructura de propiedad muy concentrada presentan una realidad singular frente a algunos países de nuestro entorno.



RESUMEN DE MEDIDAS

MEDIDAS	TIPO DE MEDIDA	PAG. INFORME
MEDIDAS DE CONSENSO:		
Tamaño y Composición del Consejo de Administración		
— Fijar el tamaño máximo de los Consejos.....	Autorregulada	15
— Establecer una comisión delegada permanente en aquellos Consejos con más de un número determinado de miembros.....	Autorregulada	15
— Considerar en mayor medida la proporcionalidad en el voto de los accionistas en el proceso de elección de los Consejeros, favoreciendo agrupaciones o sindicaciones de acciones.....	Autorregulada	15
— Establecer una retribución para el Consejero independiente / externo que, en términos absolutos, no ponga en peligro su independencia.....	Autorregulada	15
Estructura de Gobierno		
— Separar las funciones del primer ejecutivo y del presidente del Consejo de Administración.....	Autorregulada	18
— Promover la existencia de una comisión de auditoría con totalidad, o al menos mayoría, de Consejeros independientes / externos.....	Autorregulada	19
— Profundizar en la autonomía del auditor interno y externo respecto al equipo ejecutivo.....	Autorregulada	19
— Promover la existencia de una comisión de remuneración y otra de nombramientos, con mayoría de no ejecutivos.	Autorregulada	19
— Exigir la experiencia previa o formación especializada de al menos un miembro de la comisión de auditoría....	Autorregulada	19
— Asegurar la transparencia en las labores efectuadas por la comisión de auditoría.....	Autorregulada	19
Procesos de Gobierno		
— Establecer mecanismos de supervisión dentro del Consejo de Administración para la identificación, evaluación y gestión de los riesgos del negocio llevados a cabo por la alta dirección.....	Autorregulada	22
— Definir cómo deben ser los sistemas de retribución ligados a la “creación de valor” para los ejecutivos.....	Autorregulada	22



MEDIDAS	TIPO DE MEDIDA	PAG. INFORME
— Incrementar la proporción de la retribución de los Consejeros ligada a resultados o al valor de la compañía	Autorregulada	22
— Reservar al Consejo la facultad de aprobación de la estrategia de la compañía, formulada por la Alta Dirección	Autorregulada	22
— Facilitar el buen desempeño de todos los miembros del Consejo de Administración, acelerando su conocimiento de la empresa y reforzando los niveles de información periódica y puntual sobre la evolución del negocio y los resultados de gestión	Autorregulada	22
Igualdad de derechos de los accionistas		
— Eliminar las restricciones estatutarias al criterio de “una acción ordinaria un voto”	Normativa	25
— Incrementar la información previa a las votaciones a realizar en Junta	Normativa	25
— “Regular” el voto de custodios.....	Normativa	26
— Obligar a las Instituciones de Inversión Colectiva y a las Gestoras de Fondos de Pensiones a comunicar el sentido/ausencia del voto en las Juntas de las empresas de las que son accionistas.....	Normativa	26
— Facilitar el acceso de todos los accionistas a las OPAs si éstas significan cambio de control en la compañía.....	Normativa	26
— Favorecer el voto en Junta del accionista minoritario que no alcanza el mínimo para asistir.....	Normativa	26
— Definir en función del tamaño de la sociedad, el límite de acciones mínimo para poder realizar una propuesta ante la Junta de accionistas	Normativa	26
— Eliminación de medidas anti-OPA	Normativa	26
Transparencia en la gestión		
— Promover la existencia de auditoría interna en sociedades cotizadas.....	Normativa	28
— Comunicar detalladamente la remuneración de cada miembro del Consejo de Administración.....	Normativa	28
— Aumentar la transparencia en operaciones de compra-venta de acciones de la compañía realizadas por Consejeros o altos ejecutivos	Normativa	29



MEDIDAS	TIPO DE MEDIDA	PAG. INFORME
— Votar en la Junta General cualquier plan de stock options y/o modificación del mismo.....	Normativa	29
— Reducir los plazos para comunicar la información de resultados a los mercados.....	Normativa	29
— Escribir y publicar el Código de Gobierno interno evaluando anualmente su cumplimiento y detallándose por qué no se sigue alguna recomendación y/o uso.....	Normativa	29
— Gestionar activamente las salvedades de auditoría promoviendo su desaparición de un año para otro y que el Consejo de Administración o presidente de la comisión de auditoría informe de ellas en la Junta General.....	Normativa	29
— Implantar normas contables que traspongan plenamente los International Accounting Standards	Normativa	29
Gestión de conflictos de interés		
— Establecer determinadas incompatibilidades en el tipo de servicios que el auditor puede prestar en su cliente de auditoría, bien sea por vía normativa o mediante pronunciamiento específico de los Comités de Auditoría de cada compañía.....	Normativa	32
— Rotación de equipos de la empresa auditora, o de la misma, en un plazo determinado.....	Normativa	32
— Declarar la incompatibilidad de la actividad de análisis de valores (equity research) de las instituciones financieras con otras actividades que puedan afectar a la independencia de la actividad o, al menos, obligar a una declaración pública del conjunto de las relaciones entre la entidad financiera y la sociedad analizada.....	Normativa	32
Responsabilidad social, ética y medioambiental		
— Supervisar las donaciones a partidos políticos	Autorregulada	34
— Incluir dentro del código de conducta de la entidad el respeto y cumplimiento de la legislación laboral, haciéndolo extensivo a los proveedores que trabajan habitualmente con la misma.....	Autorregulada	34
— Considerar dentro del código de conducta las obligaciones sociales y medioambientales de la compañía.....	Autorregulada	34
— Establecer sesiones periódicas en el Consejo para el fomento de la relación con los grupos de interés, estableciendo un marco de comunicación bidireccional adecuado	Autorregulada	36



MEDIDAS	TIPO DE MEDIDA	PAG. INFORME
MEDIDAS EN DEBATE:		
Tamaño y composición del Consejo de Administración		
— Definir la figura de Consejero Independiente / externo con criterios explícitos y detallados.....	Autorregulada	15
— Establecer una mayoría de Consejeros independientes / externos en el Consejo de Administración de aquellas empresas en las que no exista accionista o grupo de accionistas que superen en conjunto el 50% del capital	Autorregulada	15
— Promover la existencia de dos o tres ejecutivos en el Consejo de Administración adicionales al primer ejecutivo	Autorregulada	16
— Presentación de más de un candidato en Junta para la elección de un Consejero Independiente / externo	Autorregulada	16
— Reforzar la figura del Secretario del Consejo de Administración	Autorregulada	16
— Establecer que los Consejeros deban tener una adecuada formación profesional que les permita ejercer su puesto con plena responsabilidad y reconocimiento.....	Autorregulada	16
Estructura de Gobierno		
— Realizar reuniones específicas de los miembros no ejecutivos del Consejo de Administración de forma que esto facilite su involucración en los debates de asuntos específicos de gestión.....	Autorregulada	19
Procesos de Gobierno		
— Implantar medios de evaluación formal de los Consejeros vinculada al desempeño	Autorregulada	23
— Modificar la vigencia del mandato de los Consejeros o al menos reconsiderar su continuidad con mayor periodicidad	Autorregulada	23
— Implantar medidas de seguimiento y evaluación externa del gobierno corporativo de las empresas (ratings de Buen Gobierno).....	Autorregulada	23
Igualdad de derechos de los accionistas		
— Impulsar la participación de las Gestoras e Instituciones de Inversión Colectiva.....	Normativa	26



MEDIDAS	TIPO DE MEDIDA	PAG. INFORME
— Establecer que el Presidente Ejecutivo no sea el Presidente de la Junta General	Normativa	26
Transparencia de la gestión		
— Incrementar la responsabilidad de los Consejeros y Ejecutivos, certificando la información comunicada a los mercados	Normativa	29
— No permitir la concesión de créditos a Consejeros y/o ejecutivos (u otras remuneraciones “extraordinarias”) ...	Normativa	29



Entrevistados-encuestados (Patronato, Grupo de Trabajo y Consulta, Consejo Asesor, IBEX-35)

- Carlos Abad Rico
- Juan Abelló
- José M^a Abril
- Luis Abril
- Xavier Adserá i Gebellí
- José Ramón Álvarez Rendueles
- Antonio Basagoiti
- Fernando Bécker
- Ignacio Benjumea
- Miguel Ángel Belloso
- José Luis Blanco
- Emilio Botín
- Ana Patricia Botín
- Jorge Calvet
- Antonio Campos
- Rocío Campos
- Antonio Camuñas
- Jaime Carvajal
- Fernando Casado
- Jaime Castellanos
- Juan Luis Cebrián
- Luis Conde
- Alfonso Cortina
- Emilio Cuatrecasas
- Luis de Carlos
- Sergio de Horna
- Xabier de Irala
- M^a Vega de la Cruz
- Guillermo De la Dehesa
- Enrique de Leyva Pérez
- Jesús Díaz de la Hoz
- Julio de Miguel Aynat
- Miguel de Oca
- Iñigo de Oriol Ybarra
- Javier Díez de Polanco
- José Díaz Rato
- Antonio Dionis Trenor
- Juan Manuel Eguigaray
- José Manuel Entrecanales Domecq
- Miguel Fernández de Pinedo
- Isidro Fainé
- Luis Fernández de la Gándara
- Carlos Gascó
- Iñigo Gómez-Jordana
- Director General de Sogecable
- Presidente de Torreal y Patrono de FEF
- Director General de BBVA y Patrono de FEF
- Director General de Medios, Marketing y Contenidos de Telefónica
- Socio Director de Riva y García y Patrono de FEF
- Presidente de Aceralia
- Presidente de Unión Fenosa
- Director de Relaciones Institucionales de Iberdrola y miembro del Consejo Asesor FEF
- Director General, Secretario General del SCH
- Director del Diario Expansión y miembro del Consejo Asesor de FEF
- Socio de Cuatrecasas Abogados
- Presidente de Santander Central Hispano y Patrono de FEF
- Presidente de Banesto y Patrono de FEF
- Presidente de Fortis Bank y Patrono de FEF
- Senior Manager de PricewaterhouseCoopers
- Socio Director de KPMG
- Presidente de Global Strategies
- Presidente de Ford España y Patrono de FEF
- Director del Instituto de la Empresa Familiar y miembro del Consejo Asesor de FEF
- Presidente del Grupo Recoletos y Patrono de FEF
- Consejero Delegado del Grupo Prisa
- Presidente de Seeliger y Conde y Patrono de FEF
- Presidente de Repsol YPF
- Presidente de Cuatrecasas Abogados y Patrono de FEF
- Socio de Uría y Menéndez Abogados
- Presidente de Citibank y Patrono de FEF
- Presidente de Iberia y Patrono de FEF
- Subdirectora de Crédit Suisse y Patrono de FEF
- Presidente del Centre for Economic Policy Research y Patrono de FEF
- Socio Director de McKinsey & Company y Patrono de FEF
- Socio Director de PricewaterhouseCoopers
- Presidente de Bancaja y del Banco de Valencia y Patrono de FEF
- Socio Director de Bain & Company y Patrono de FEF
- Presidente de Iberdrola
- Presidente de Sogecable
- Secretario General de Torreal
- Letrado Asesor de la Fundación de Estudios Financieros
- Profesor de la Universidad Carlos III y miembro del Consejo Asesor FEF
- Consejero Director General de Acciona
- Presidente de PricewaterhouseCoopers y Patrono de FEF
- Presidente de Acesa
- Socio de Garrigues Abogados y Catedrático de Derecho Mercantil
- Director General de la Fundación de Estudios Financieros
- Socio Director de Allen & Overy Abogados y miembro del Consejo Asesor de FEF



- Donato González
 - Enrique Goñi
 - Pedro Huerta
 - Pablo Isla
 - Tomás López de la Torre
 - Enrique Lloves
 - Lourdes Maíz

 - Juan Arturo Margenat
 - Manuel Martín Martín
 - Ramiro Martínez Pardo del Valle

 - Ernesto Mata
 - Rafael Mateu
 - Pedro Mielgo
 - Javier Monzón
 - Victoriano Muñoz
 - Aldo Olcese
 - Emilio Ontiveros

 - Carlos Orduña
 - Juan A. Palacios Raufast
 - José Luis Palomo

 - Francisco Pérez Crespo
 - José Luis Pérez Rodríguez
 - Rafael Piqueras
 - Lupicinio Rodríguez
 - Ignacio Sánchez Galán
 - Federico San Sebastián
 - Ignacio Santillana
 - Rafael Sarandeses
 - Santiago Seage
 - Juan José Toribio
 - Carlos Trascasa
 - Miguel Trías
 - Rodrigo Uría
 - Raniero Vanni
 - Fermín Zancada
- Consejero Delegado de Sociétt Générale Bolsa y Patrono de FEF
Director General de la Caja de Ahorros de Navarra y Patrono de FEF
Asociado Senior de PricewaterhouseCoopers
Presidente de Altadis y Patrono de FEF
Socio Director de KPMG
Director de Planificación y Estrategia de Altadis
Secretaria del Consejo de Administración y Directora de la Asesoría Jurídica de Iberia
Secretario General de Acesa
Secretario General de la Fundación de Estudios Financieros
Secretario General de Beta Capital & Meespierson y miembro del Consejo de FEF
Consejero Adjunto al Presidente de Unión Fenosa
Secretario General y Consejero de Bankinter
Presidente de Red Eléctrica
Presidente de Indra y Patrono de FEF
Presidente Consejero Delegado de Acerinox
Presidente de la Fundación de Estudios Financieros
Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales y miembro del Consejo Asesor de FEF
Presidente de Banesto Bolsa y Miembro del Consejo Asesor FEF
Economista y miembro del Consejo Asesor de FEF
Director Corporativo Financiero de Endesa y miembro del Consejo Asesor de FEF
Socio de Cuatrecasas Abogados
Presidente de KPMG y Patrono de FEF
Director Corporativo de Repsol YPF
Presidente de Denton Lupicinio Abogados
Vicepresidente y Consejero Delegado de Iberdrola y Patrono de FEF
Secretario del Consejo de Administración de Iberdrola
Director General de Operaciones del Grupo Prisa
Vicesecretario de la Fundación de Estudios Financieros
Socio de McKinsey & Company
Director del IESE de Madrid y Patrono de FEF
Vicepresidente de Boston Consulting Group y Patrono de FEF
Socio de PricewaterhouseCoopers y Catedrático de Derecho Mercantil
Socio Director de Uría y Menéndez Abogados y Patrono de FEF
Embajador, Excomisario Europeo y Patrono de FEF
Inspector de Hacienda de la Oficina Nacional Contra el Fraude y miembro del Consejo Asesor de FEF



Encuestados (Otras Empresas Cotizadas, Banqueros, Gestores, analistas y auditores)

Otras empresas cotizadas

- Mariano Aisa Gómez Vicepresidente corporativo de OHL
- José M^a Aguirre González Presidente del Banco Guipuzcoano
- Eugenio Andrades Yunta Director Estratégico y Planificación Aldeasa
- Felipe Benjumea Presidente de Abengoa
- Jaime Calbò Director General Ebro Puleva
- Juan Carlos Carmona Subdirector Económico Financiero de Amper
- Augusto Caro Santa Cruz Director Financiero del Banco Atlántico
- Teresa Conesa Fábregas Directora de Comunicación de Ercros
- Miguel Coronel Granado Director de Relaciones con Inversores de Vallehermoso
- Antonio Crows Director General de Uniland Cementera
- José María Cuevas Presidente de Vallehermoso
- Giovanni Dell'Ària Burani Presidente de Reno de Medici Spa
- Javier Echevarría Secretario General de Tavex
- José Manuel Fernández Norniella Presidente de Ebro Puleva
- Juan H. Fernández Novo Director Financiero Adolfo Domínguez
- José Fernández Olano Presidente de Aldeasa
- Ricardo Fornesa Ribó Presidente Ejecutivo de Aguas de Barcelona
- Enrique Garrán Presidente de Tavex
- Jesús López Brea Abogado de Tudor
- Abdhul Moceen Al-Hunaif Presidente del Banco Atlántico
- Josep Oliú Creus Presidente del Banco Sabadell
- Rafael Palomo Gómez Director Financiero de Testa
- Joaquín Rivero Presidente de Metrovacesa
- José Antonio Romeu de Armas Presidente de Uniland Cementera
- Luis Solera Gutiérrez Presidente de Tecnocom
- Domingo Sugranyes Bickel Vicepresidente Ejecutivo de Corporación Mapfre
- Enrique Used Presidente de Amper
- Álvaro Videgain Muro Presidente Consejero Delegado de Tubacex, S.A
- Juan Miguel Villar Mir Presidente de OHL
- Antonio Zabalza Presidente de Ercros



Banqueros, Gestores, Analistas y Auditores

- Mayte Aguilar Muñoz
 - Santiago Aguirre Salamero
 - Vicente Albors Real
 - Jaime Alsina Argemi
 - Emilio Antón Suanzes
 - Montserrat Arquè
 - Antonio Maria Arroyo Rodríguez
 - Pedro Azcarate Palacios
 - Antonio Banda Rueda
 - Luis Barallat Lopez
 - Laureano Barreiro del Río
 - Celso Javier Bermejo Sánchez
 - Juan Pablo Brau
 - Juan Carlos Calvo Mateos
 - M^a Carmen Cebreco Pérez
 - José A. Cerezo Jiménez
 - Mercedes Cerero Real de Asúa
 - Juan Cueto Álvarez de Sotomayor
 - Roberto de la Fuente Cid
 - Jaime de Ràbago Marín

 - Juan Antonio del Fresno Martín

 - Beatriz Díaz Abad
 - Andrés Dionis Trenor
 - Jordi Domènech i Giménez
 - Santiago Fernández Valbuena
 - Luis Ignacio Flaquer Badell
 - Eduardo Fondevila Roca
 - Félix Gadea Tome
 - Joaquín Galí Rogent
 - Vicente García Rodríguez
 - Carlos García Sebastián
 - Agustín Garmendia Iríbar
 - Manuel Gil de Santivañes
 - Isabel Giménez Zuriaga
 - Fernando Gispert Rosselló
 - Ignacio Gómez Montejo
 - Fernando González Palacios Carbajo
 - Manuel José Gonzalo Labat
 - José Gómez Blanco
 - José Gómez Díaz
 - Luis Hausmann Tarrida
 - Julio César Hernández Pelayo
 - Antonio Hernando González
 - Luis Iturbe Sanz de Madrid

 - Miguel Jaureguizar Francés
 - José Juvé Sanmarti
 - Rodrigo Lázaro Murillo
- Analista Financiero de Prosperity
Analista Financiero de Hispanista S.L.
Presidente de Famintac S.L.
Administrador J.A. Gestionepris S.A
Analista financiero independiente
Analista financiero independiente
Administrador de Escuni
Director General de Deloitte & Touch
Director de Inversiones del HSBC
Presidente de Bestway
Analista financiero independiente
Auditor interno del Ministerio de Economía
Servicio de Estudios de La Caixa Catalunya
Vicepresidente Renta Variable Europea de Merrill Lynch
Gestión de Patrimonios de BBVA Privanza
Director General de J.P. Morgan
Subdirectora del Instituto MEFF
Director de Estrategia de Ibersecurities
Director para España de Union Investment
Secretario Técnico de la Presidencia y Vicesecretario del Consejo del ICO
Subdirector de Inversiones. Red Estatal y Portugal Caja de Ahorro de Galicia
Jefe Equipo de Auditoría Corporativa de Repsol YPF
Director Asociado de Corporate Finance de Fincorp
Administrador de Tele Aula, S.L.
Director General de Finanzas de Telefónica
Gerente de Inmobiliaria Alhambra
Administrador de Fondevila & Cía
Consejero de Mirtto
Manager de PricewaterhouseCoopers
Director Asociado Investment de Crédit Agricole
Colaborador de Fibanc
Consejero Director General de Norbolsa S.V.A
Administrador único de M.Y.E. S.L.
Directora General Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros
Analista de Ahorro Corporación
Managing Director de ICR
Analista de Control de Gestión de Endesa
Analista financiero independiente
Director de Zona de Banco Pastor
Director Banca Privada de Banco Cooperativo
Director General de Agenbolsa
Director de Renta Variable de Eurodeal AVB
Presidente de Inversiones
Consejero de BBVA Bolsa y Expresidente del Instituto Español de Analistas Financieros
Director de e-business Noesis A.F.
Presidente de Mazars
Jefe de contabilidad de Unipapel



ESTUDIO PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO, LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

- Pedro Litje Mivel
 - Juan Martí Arjona
 - Felipe Martínez Juan
 - Luis Martínez Fañanàs
 - Jesús Martínez Pujalte López
 - Carlos Moreno Santos
 - Ignacio Muela Echeverría
 - José María Nogueira Ramírez
 - Nuria Ortiz Olalla
 - Gervasio Ovejero García
 - Jaime Padròs i Enamorado
 - Luis Padrón de la Cruz
 - Enrique Pellevaz Avello
 - Beatriz Perellò Oliver
 - José Miguel Pérez Gil
 - Alfonso Pérez Pretel
 - Xabier Pita Wonenburger
 - Diego Prado Pérez-Seoane
 - Juan M Pietro Sánchez
 - José Luis Riquelme Carvallo
 - Pedro Rodríguez San Román
 - Helio Romero de Diego
 - José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
 - Ignacio Sangro de Liniers
 - Jaime Sanmartín Jordana
 - Guillermo Santos Aramburu
 - Francisco Javier Soriano Arosa
 - Rodrigo Sousa Suárez
 - Gustavo A. Suárez Cuesta
 - Rafael Suñol Trepal
 - Javier Terán Valverde
 - Ricard Torrella Fajas
 - Antonio Torrero Luañas
 - Juan Carlos Ureta Domingo
 - Carlos Viada Fernández Velilla
 - Juan José Zarauz Elguezabal
- Director General GR Gestión Sepic
Miembro del Consejo de Allvideotechnologies
Analista financiero independiente
Analista Senior de Julius Baer
Presidente de Search XXI, S.L.
Director de Inversiones Específicas de Fonditel
Asesor Económico de la O.N.C.E
Analista de AFI
Analista de Popular Bolsa
Analista financiero independiente
Analista financiero independiente
Analista Senior de Beta Capital
Analista financiero independiente
Analista Financiero de Bankpyme
Analista Senior de Ernst & Young
Director de Iberaudit
Analista financiero independiente
Analista financiero independiente
Director Ejecutivo de SCH Investment
Director Zona Este/Sur de Banco Herrero
Auditor de Lasemer Auditores
CEO Agroeurope
Secretario General del Instituto Español de Analistas Financieros
- Subdirector de Banca Corporativa de Cataluña
Analista financiero independiente
Director Delegado de Aragón Popular Banca Privada
Consejero Delegado E.B.N. Banco
Jefe de Unidad de Iberdrola
Presidente de Ibergestión 2000
Consejero Delegado de Aurica XXI
Director de FIBANC
Consejero Delegado Gesinter SGIIC
Catedrático de Economía en la Universidad de Alcalá
Presidente de Renta 4
Presidente de Reconsa & Retesa
Secretario del Consejo de Administración de Banco Guipuzcoano



MIEMBROS DEL PATRONATO DE HONOR

- Presidente: Presidente del Gobierno
Excmo. Sr. D. José María Aznar López
- Vicepresidente: Vicepresidente Segundo del Gobierno y
Ministro de Economía
Excmo. Sr. D. Rodrigo Rato y Figaredo
- Vocales: Ministro de Hacienda
Excmo. Sr. D. Cristóbal Montoro Romero
- Ministra de Educación, Cultura y Deporte
Excma. Sra. Dña. Pilar del Castillo Vera
- Presidente de la Comunidad de Madrid
Excmo. Sr. D. Alberto Ruiz Gallardón Jiménez
- Presidente de la Generalitat Valenciana
Molt Honorable Sr. D. José Luis Olivas
Martínez
- Presidente del Gobierno de Navarra
Excmo. Sr. D. Miguel Sanz Sesma
- Conseller de Economía y Hacienda de la
Generalitat de Catalunya
Honorable Sr. D. Francesc Homs i Ferret
- Secretario de Estado de Economía
Excmo. Sr. D. Luis de Guindos Jurado
- Secretario de Estado de Energía, Desarrollo
Industrial y Pequeña y Mediana Empresa.
Excmo. Sr. D. José Folgado Blanco
- Secretario de Estado de Comercio y Turismo
Excmo. Sr. D. Juan Costa Climent
- Secretario: Presidente del Patronato de la Fundación de
Estudios Financieros
Excmo. Sr. D. Aldo Olcese Santonja
- Secretario de Política Económica y
Ocupación del PSOE. Diputado del
PSOE.
Excmo. Sr. D. Jordi Sevilla Segura
- Presidente de Real Academia de
Ciencias Morales y Políticas
Excmo. Sr. Dr. D. Enrique Fuentes
Quintana
- Presidente de la Real Academia de
Ciencias Económicas y Financieras
Excmo. Sr. Dr. D. Jaime Gil Aluja
- Presidente del Banco Bilbao Vizcaya
Argentaria
Excmo. Sr. D. Francisco González
Rodríguez
- ExGobernador del Banco de España
Excmo. Sr. D. Luis Angel Rojo Duque
- Presidente Fundador del Instituto
Español de Analistas Financieros
Excmo. Sr. D. Rafael Termes Carreró
- Presidente de Telefónica
D. César Alierta Izuel
- Presidente de Santander Central Hispano
D. Emilio Botín Sanz de Sautuola

MIEMBROS DEL PATRONATO

- Presidente: D. Aldo Olcese Santonja
Presidente del Instituto Español de Analistas
Financieros
- Vicepresidente: D. Jaime Carvajal Urquijo
Presidente de Ford España



ESTUDIO PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO, LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Vocales:	D. Juan Abelló Gallo Presidente de Torreal	D. Mariano Rabadán Fornes Presidente de Inverco
	D. José M ^a Abril Pérez Director General de BBVA	D. Enrique Goñi Beltrán de Garizorieta Director General de Caja de Ahorros de Navarra
	D. Xavier Adserá i Gebellí Vicepresidente 2 ^o del IEAF	D. Sergio de Horna Viedma Presidente de Citibank España
	D. César Alierta Izuel Presidente de Telefónica	D. Xabier de Irala Estévez Presidente de Iberia
	Dña. Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola Oshea Presidente de Banesto	D. Pablo Isla Alvarez de Tejera Presidente de Altadis
	D. Jaime Castellanos Presidente del Grupo Recoletos	D. Enrique de Leyva Pérez Socio Director de McKinsey & Company
	D. Jorge Calvet Spinatsch Presidente Fortis Bank	D. Ernesto Mata López Consejero Adjunto al Presidente de Unión Fenosa
	D. Luis Conde Moller Presidente de Seeliger y Conde	D. José Luis Méndez López Director General de Caixa Galicia
	D. Emilio Cuatrecasas Figueras Presidente de Cuatrecasas Abogados	D. Julio de Miguel Aynat Presidente de Bancaja y Fundación Bancaja
	D. Guillermo de la Dehesa Romero Presidente del “Centre for Economic Policy Research” (CEPR)	D. Javier Monzón de Cáceres Presidente de Indra
	D. Miguel Fernández de Pinedo López Presidente de PricewaterhouseCoopers	D. Miguel de Oca Burguete Socio Director de Bain & Company España
	D. Donato González Sánchez Consejero Delegado de Societé Générale Bolsa	D. Florentino Pérez Rodríguez Presidente del Grupo ACS
	D. Ignacio Sánchez Galán Vicepresidente y Consejero Delegado de Iberdrola	D. José Luis Pérez Ruiz Presidente de KPMG
	D. Juan José Toribio Dávila Director del IESE en Madrid	D. Raniero Vanni D’Archirafi Embajador y ExComisario Europeo de Mercado Interior y Servicios Financieros
	D. Carlos Trascasa Arbide Vicepresidente Socio Director The Boston Consulting Group	Dña. María Vega de la Cruz Oñate Vicepresidente del IEAF
	D. Rodrigo Uría Meruéndano Socio Director del Bufete Uría y Menéndez	D. Juan Villar Mir de Fuentes Presidente de Inmobiliaria Espacio



Secretario General: D. Manuel Martín Martín
Presidente de la Comisión de Ética y Práctica
Profesional del Instituto Español de Analistas Financieros

Vicesecretario General: D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero del Instituto Español de Analistas Financieros

Letrado Asesor: D. Antonio Dionis Trenor
Abogado

CONSEJO ASESOR

D. Fernando Bécker Zuazua
Catedrático de Economía Aplicada
Director General de Relaciones Institucionales
y Comunicación Externa de Iberdrola

D. Emilio Ontiveros Baeza
Catedrático de Economía Aplicada
Consejero Delegado de Analistas Financieros
Internacionales

D. Miguel Ángel Belloso Blázquez
Director del Periódico Expansión

D. Carlos Orduña Chouraki
Presidente de Banesto Bolsa

D. Fernando Casado Juan
Catedrático de Economía de la Empresa
Director General del Instituto de la Empresa
Familiar

D. Juan Palacios Raufast
Economista
ExPresidente del Instituto Español de Analistas
Financieros

D. Juan Manuel Eguiagaray Ucelay
ExMinistro de Industria y Diputado
Profesor Asociado de Macroeconomía
de la Universidad Carlos III de Madrid

D. José Luis Palomo Álvarez
Director Corporativo Económico Financiero de
Endesa

D. Iñigo Gómez Jordana Moya
Profesor Asociado de Derecho Mercantil
de la Universidad Complutense de Madrid
Socio Director de Allen Overy Abogados

D. Luis Ravina Bohórquez
Catedrático de Economía Aplicada y
Decano de la Facultad de Económicas de la
Universidad de Navarra

D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Secretario General de Beta Capital Meespierson
ExDirector General de la CNMV

D. Fermín Zancada Peinado
Inspector de Hacienda del Estado-Inspector
Adjunto de la Oficina Nacional de Investigación
del Fraude

DIRECCION

Director General

D. Carlos Gascó Travesedo
Economista
ExDirector del Gabinete del Secretario de Estado de Economía y Energía

Director General del Área
y la Escuela de Formación
de la Fundación

D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
de la Universidad Complutense de Madrid

Directora de Relaciones
Institucionales

M^a José Morán Muñoz
Economista



ESTUDIO PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO,
LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Adjunto al Presidente
de la Fundación para
Asuntos Internacionales

D. Gonzalo Milans del Bosch
Abogado y Analista Financiero

Director Gerente
de la Escuela de Formación

D. Jesús López Zaballos
Doctor en Economía Financiera y Analista Financiero

Coordinador Ejecutivo:

D. Enrique Álvaro Tomás
Abogado y Analista Financiero