ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Colegio de Economistas de Madrid
Consejo General de Economistas

Gobierno de la empresa. Nº 158

ECONOMISTAS
COLEGIO DE MADRID
Nº 158 / Junio 2018

Consejo de Redacción

Director
Jaime Requeijo

Secretario
Rafael Laso

Consejeros
Fernando Bécker
José Mª Casado
Juan Ramón Cuadrado
Juan José Durán
José Mª Espí
Pascual Fernández
Silvia Iranzo
Rafael Pampillón
Amelia Pérez Zabaleta
Antonio Pulido
José Mª Rotellar

Redacción y Administración
Colegio de Economistas de Madrid
Flora, 1 - 28013 Madrid
91 559 46 02
revista.economistas@cemad.es
www.cemad.es

Diseño de Portada
Fernando Villar

Impresión
Raíz Técnicas Gráficas

Depósito Legal
M-13.155-1983
ISSN 0212-4386

No está permitida la reproducción total o parcial de esta revista, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro y otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor.

Colegio de Economistas de Madrid

El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados, los únicos responsables son sus propios autores.

5 **Editorial**

En Portada
Coordinador:
Juan José Durán Herrera
Universidad Autónoma de Madrid

7 Gobierno de la empresa y objetivos empresariales
Fernando Gómez-Bezares

15 El consejo de administración de las empresas cotizadas españolas: retrato de una década
Félix J. López Iturriaga

25 Diversidad de género y compensación en los consejos de administración
Rafel Crespí Cladera y Bartolomé Pascual Fuster

34 El gobierno corporativo en entidades bancarias: mejoras derivadas de las reformas legislativas
María Sacristán-Navarro y Silvia Gómez-Ansón

42 Los accionistas y la inversión sostenible y responsable
Francisco Blanco Bermúdez y Fernando Gallardo Olmedo

51 Nuevo modelo de gobierno de la empresa bancaria
Enrique Castelló Muñoz

59 Retos de gobernanza en las empresas familiares españolas
Lázaro Rodríguez Ariza, María Concepción López Fernández, Ignacio Requejo Puerto, María Elena Gómez Miranda y Marta Pérez Pérez

69 El gobierno corporativo en Latinoamérica: directorios, estructura y concentración de propiedad
Sonia Analia Zurita Erazo y Alfredo Jiménez

76 Los objetivos de desarrollo sostenible y los informes no financieros
Isabel de la Torre Prados

86 Gobierno de la empresa y desigualdad
Vicente Salas Fumás

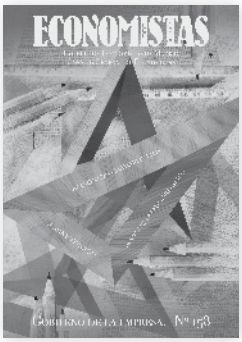
95 Gobierno (en la gobernanza) de la empresa multinacional
Juan José Durán Herrera

106 Del consejo de administración a los códigos de buen gobierno: un paseo por la literatura académica
Pablo de Andrés y Marcos Santamaría Mariscal

Crónicas

126 Presentación del número extraordinario de *Economistas*: «España 2017. Un balance»
José Antonio Negrín de la Peña

132 **Libros y revistas**



Gobierno de la empresa

Las crisis financieras, económicas y empresariales de las últimas décadas y la identificación de sus causas y su complejidad han venido creando por instituciones, académicos y profesionales una demanda de mayor calidad del gobierno de las empresas y de las organizaciones. Se ha revelado necesario alcanzar una mayor transparencia, mejorar en las soluciones de los conflictos de intereses, especialmente entre accionistas minoritarios, accionistas mayoritarios, directivos e inversores externos y, en definitiva, lograr una mejora en los modelos de dirección y control de las empresas, en los que se contemple la creación de valor conjunto con los grupos de interés.

Desde la orientación a la creación de valor para el accionista (dividendos y ganancias patrimoniales) y su equivalencia de maximización del valor de la empresa, a la aceptación temática en las consideraciones del gobierno, podríamos decir que generalizada, de la de los objetivos de los grupos de interés y del desarrollo ético de la actividad. Es decir, el gobierno de la empresa ha de incorporar en su estrategia el pensamiento propio de la responsabilidad social corporativa como herramienta de gestión. Las empresas sostenibles crean más valor a largo plazo (Fernando Gómez-Bezares).

El modelo de capitalismo conforma el gobierno que adoptan las empresas. Las instituciones influyen en las decisiones de las empresas. En países con mercados de capitales menos desarrollados, más coordinados institucionalmente, el control corporativo descansa más en mecanismos internos en detrimento de los mecanismos externos. Las empresas españolas se caracterizan por un grado de concentración notablemente superior al de las compañías anglosajonas. Un número no pequeño de consejeros reconoce que las agendas del consejo siguen siendo fundamentalmente informativas y carecen de la necesaria deliberación sobre temas estratégicos. La incorporación de más mujeres y personas extranjeras en los consejos añade una mayor diversidad y perspectiva. Asimismo, las conexiones políticas de los consejos parecen ser relevantes a tenor de su existencia en un gran número de empresas, y no solo en los sectores más regulados (Félix López Iturriaga).

Un consejo de administración que sea diverso por su mayor amplitud de perspectivas en el análisis permite un funcionamiento más eficiente. En este sentido la diversidad de género puede ser un elemento importante en los códigos de buen gobierno de las sociedades. Aunque creciente todavía se observa una baja presencia de mujeres en los consejos. Su participación en las comisiones puede tener efecto en las recomendaciones y decisiones. Así, su participación en la comisión de retribuciones puede tener incidencia en ese tema y tener alguna explicación sobre las diferencias de remuneración entre empresa, además del tamaño y en la desigualdad en ellas. Se observa que la representación de las consejeras en la comisión de retribuciones es similar a la de los hombres (Rafel Crespí Cladera y Bartolomé Pascual Fuster).

La regulación y revisión de códigos comunitarios y nacionales ha determinado los aspectos del gobierno interno de las entidades bancarias y su supervisión con el objetivo de intentar subsanar los fallos evidenciados en la crisis financiera reciente. Esta regulación ha determinado los aspectos del gobierno de las entidades bancarias referidas a los órganos de dirección, características, comités, idoneidad y remuneración del consejo y de los consejeros de estas entidades. La idea de transparencia está presente en la nueva normativa, exigiéndose además una mayor responsabilidad y honorabilidad en las personas dedicadas a la gobernanza. Sin embargo, todavía no es posible establecer un diagnóstico sobre la efectividad de las medidas de gobierno adoptadas (María Sacristán-Navarro y Silvia Gómez-Ansón).

La comunicación entre el consejo y los inversores es relevante. En las relaciones entre ambas partes se comunica la estrategia de la Responsabilidad Social Corporativa. A través de las relaciones

con inversores se emiten señales de la orientación hacia la creación de valor compartido para sus propietarios/accionistas y para los demás grupos de interés (Francisco Blanco y Fernando Gallardo). En este contexto, de responsabilidad social, se han ido adaptando una serie de medidas para la mejora del modelo de gobierno de la empresa bancaria (Enrique Castelló).

Los indicadores sobe la actividad de las empresas familiares confirman su relevancia, cuantitativa y cualitativa, en la economía mundial y también en la española. La separación entre propiedad y control adquiere significado en el gobierno de la empresa familiar. Existe una alta concentración de la propiedad en la familia. Sin embargo, familiares no propietarios pero sí directivos, así como directivos externos, influyen en la evolución, gestión y objetivos. Las relaciones familiares importan. La supervivencia de la empresa parece ser clave en la formulación de objetivos y estrategias (Lázaro Rodríguez y cols.).

En las economías latinoamericanas existe un elevado número de empresas familiares. Esta circunstancia, junto a la presencia de un alto índice de corrupción y de una baja transparencia en las instituciones, dificulta y hace compleja la aplicación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo. En las empresas cotizadas y de mayor capitalización (por ejemplo, en los países más grandes de la región), se observa que las de mayor tamaño obtienen un índice de transparencia de gobierno corporativo más elevado. También se ha observado que la concentración de la propiedad inhibe el nivel de transparencia en gobierno corporativo (Sonia Analia Zurita Erazo y Alfredo Jiménez).

La directiva de la Unión Europea sobre la publicación de información no financiera por parte de las grandes empresas consideradas de interés público, en el contexto de la aplicación de los objetivos de desarrollo sostenible de Naciones Unidas, exige coordinación entre las administraciones públicas, las empresas y las organizaciones de la sociedad civil en la elaboración de planes de comunicación (Isabel de la Torre).

La consideración exclusiva del objetivo financiero en el gobierno y la gestión, conduce irremediablemente a la optimización fiscal internacional y a reforzar la tendencia hacia la desigualdad en la distribución de la renta (por la vía de las retribuciones a directivos y consejeros) y de la riqueza (por la mayor dotación al patrimonio privado de los accionistas propietarios). Como se señala en la literatura, el poder de las empresas es tan elevado que estas están en condiciones de utilizar el alto poder político que poseen para proteger y reforzar su poder de mercado. La empresa ha de autorregularse como parte de la gobernanza en el uso del poder y en las decisiones que inciden sobre la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza. La empresa debería extender el concepto de capitalismo compartido (compartir la riqueza creada) no solo a los trabajadores, sino al conjunto de grupos de interés (Vicente Salas).

Se entiende que el gobierno de las empresas multinacionales, por la naturaleza y heterogeneidad de ese colectivo, ha de adoptar una visión estratégica global, del todo, articulada con la asignada a las partes, formadas por la red de filiales internacionales que configura esta clase de empresas. Consecuentemente, la distancia institucional, cultural y económica entre los diferentes países en los que opera, en el contexto de la *gobernanza* internacional, ha de influir en el diseño del modelo de gobierno. La estructura de propiedad y las variables políticas consustanciales con estas empresas son factores condicionantes, especialmente en lo que se refiere a las de propiedad estatal y a los fondos soberanos o de *riqueza nacional*. La dinámica de la economía global, en gran medida capitaneada por las multinacionales, no aminora la desigualdad, más bien al contrario (Juan José Durán).

Este monográfico de *Economistas* sobre gobierno corporativo se cierra con un artículo que analiza la investigación académica sobre consejos de administración contrastándolo con lo establecido en los códigos de buen gobierno de siete países desarrollados (EEUU, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, Italia y España). Se concluye que, en general, no existe una gran divergencia entre la *Academia* y los códigos de buenas prácticas. Se subraya la relevancia de la labor asesora de los consejos, que actualmente centra la atención de la investigación en aspectos cognitivos de este órgano de decisión (Pablo de Andrés y Marcos Santamaría Mariscal).

Gobierno de la empresa y objetivos empresariales

Fernando Gómez-Bezares
Catedrático de Finanzas. Deusto Business School

RESUMEN

Un aspecto muy importante para razonar y diseñar el gobierno de la empresa es saber cuál es el objetivo u objetivos de la organización. De hecho, los códigos de buen gobierno se han ocupado de este tema. ¿Hasta qué punto es válida la que se denomina solución financiera de maximizar el valor?, ¿es interesante plantearse, además, otros objetivos?, ¿tiene todo esto algo que ver con el problema de agencia?, ¿qué papel juegan las administraciones públicas o la ética? A estas y otras preguntas trata de responder este artículo, entendiendo la empresa como un agente fundamental de nuestra sociedad que ha de coadyuvar en el desarrollo de la misma.

PALABRAS CLAVE

Objetivo de la empresa, Gobierno corporativo, Objetivo financiero, Grupos de interés, Creación de valor a largo plazo.

1. Introducción

El gobierno de la empresa es un tema crucial en la economía actual, pero para conducir la gobernanza corporativa es preciso que acordemos unos objetivos en los que coincidamos. Solo fijando claros sus objetivos podremos valorar si una empresa está cumpliendo o no con lo que se espera de ella; ítem más, la propia organización del gobierno de una institución tiene que ver con los objetivos que le marquemos. Así, si nos planteamos que el Estado debe dedicarse a mejorar el bienestar de los ciudadanos, parece lógico que sean estos los que planteen sus necesidades y aspiraciones, lo que lleva a la conveniencia de un sistema democrático.

En nuestro entorno, lo más normal es que la administración de una compañía esté en manos de los accionistas o de sus representantes (eso es un consejo de administración), y que se entienda que el objetivo es la maximización del beneficio (aunque luego lo matizaremos). El famoso economista, y premio Nobel de Economía, Milton Friedman, decía que la empresa tiene que ganar todo el dinero que pueda, dentro de las reglas de la sociedad, respetando las leyes y las costumbres éticas. El propio Friedman reconoce que puede haber empresas con un fin altruista y que se dediquen, por ejemplo, a la sanidad o a la educación sin buscar el lucro (sería el caso de una universidad como la de Deusto); en tal caso, el objetivo beneficio no nos serviría; pero nos centraremos en el supuesto más normal con empresas privadas, donde el beneficio parece, en principio, un objetivo razonable (Friedman, 1970).

Un caso interesante en nuestro entorno más cercano fueron las casi desaparecidas cajas de ahorros. Su objetivo era social y, consecuentemente con ello, en sus consejos de administración se sentaban diferentes partícipes sociales (o *stakeholders*). Personalmente lamento que este modelo haya prácticamente desaparecido: funcionó muy bien durante muchos años, pero la crisis de la construcción (parte clave de su negocio) que se desató a partir de 2007 y algunos errores importantes de la época previa de bonanza terminaron con él. No sería absurdo replicar en el futuro un modelo parecido, evitando los errores del pasado.

Pero volviendo al caso más general, son las empresas que maximizan sus beneficios las que satisfacen a sus propietarios, los accionistas. Además, bajo ciertos supuestos, se optimiza el valor para la sociedad. Si los empresarios se esfuerzan en consumir menos recursos,

en producir más eficientemente, en tener más satisfechos a sus clientes… estarán mejorando sus resultados, sus beneficios, pero también estarán asignando eficientemente los recursos, lo que es una cuestión fundamental en la economía: es la *mano invisible* de Adam Smith.

Sin duda la idea de que los empresarios, al buscar el beneficio, logran simultáneamente el bienestar social, al asignar eficientemente los recursos, es atractiva, y los buenos resultados históricos de las economías de mercado parecen confirmarla. Pero también tiene limitaciones: en primer lugar ese beneficio debe lograrse dentro de la ley, de la ética… y necesitaremos buenas regulaciones jurídicas, tanto en el ámbito nacional como global, para conseguir que los empresarios que obtienen beneficios, mejoren simultáneamente el bienestar colectivo. Pensemos ahora solo en un hecho: si la renta y la riqueza en una sociedad están muy mal repartidas, puede ocurrir que los empresarios produzcan automóviles de lujo, pues hay demanda para ellos, pero no utilitarios, carentes de demanda. Es esta una asignación de los recursos muy discutible (en competencia perfecta llegaríamos a un óptimo de Pareto, que puede ser muy injusto, por lo que es necesaria alguna redistribución; véase Ansotegui y cols., 2014).

Amartya Sen, Nobel de Economía en 1998, en *Desarrollo y libertad* (Sen, 2000) nos explica que está suficientemente probado que el mercado es un sistema eficiente de asignación de los recursos. Además, los individuos deben ser libres para actuar en el mercado: solo se debe restringir esa libertad cuando haya claras razones para ello. Sen (2000) plantea el desarrollo *como un proceso de expansión de las libertades reales de que disfrutan los individuos*, para lo que es importante que cuenten con los suficientes recursos económicos. En definitiva, el mercado da posibilidades para que los individuos actúen libremente, lo que es positivo; si además crea riqueza, será más fácil que los individuos cuenten con los suficientes recursos. Pero ese mercado, dirigido por el incentivo económico del beneficio, deberá ser regulado, completado y corregido, de una manera especial para redistribuir la renta. El mercado es bueno para asignar los recursos (la gente espabila para competir), pero es injusto distribuyendo la renta: ¿a quién le parece equitativo lo que ganan las estrellas del deporte?, aunque sea puro mercado.

Aceptado el beneficio como objetivo empresarial, los financieros hemos tratado de transformarlo, pues tiene algunas limitaciones:

– El beneficio contable se produce en el momento del devengo, y en finanzas lo importante es el impacto en caja, los cobros y los pagos. Los financieros preferimos hablar de *flujos de fondos* y cuándo se producen.

– En la misma línea, el beneficio es manipulable (variando, por ejemplo, la política de amortizaciones); eso es mucho más difícil con la tesorería. Suelo poner un ejemplo a mis alumnos de posgrado: el 2 de enero las cuentas de caja y bancos de cierre del ejercicio son las que son, pero el beneficio todavía se puede retocar hasta que se cierre la contabilidad.

– Se puede obtener un beneficio con un mayor o menor riesgo, y no es lo mismo una situación que la otra.

Aparece aquí el concepto del valor del dinero en el tiempo: no es lo mismo cobrar hoy que hacerlo dentro de diez años; si lo hago hoy, puedo invertir el dinero y tendré más dentro de diez años. Por eso los financieros usamos el flujo de dinero descontado. Si en el tipo de descuento incluimos, además, una prima por riesgo, lo habremos introducido también en nuestras consideraciones. Todo esto da lugar a la fórmula [1]:

$$VA = \frac{GF_1}{(1+r)} + \frac{GF_2}{(1+r)^2} + \frac{GF_3}{(1+r)^3} + \ldots + \frac{GF_n}{(1+r)^n} + \ldots \qquad [1]$$

Donde r incluye el valor del dinero en el tiempo (que podemos identificar con el tipo de interés sin riesgo) más la prima por riesgo. *GF* son las generaciones de fondos, los flujos de fondos: en lugar de los beneficios usamos la generación de tesorería, y ponemos en cada año la que corresponde. Todo esto da lugar al *VA*, o valor actual de unas generaciones futuras de fondos. Si hablamos de una empresa, *VA* sería su valor hoy en el mercado, que resulta de descontar los flujos de tesorería que va a producir en el futuro. Podemos así definir el *objetivo financiero de la empresa*: maximizar su valor en el mercado (Gómez-Bezares, 2012).

2. Objetivo financiero de la empresa

Los manuales de finanzas establecen el objetivo financiero como *maximizar el valor de la empresa en el mercado*. Este objetivo guía las decisiones de inversión y financiación, que son las dos decisiones clave de las finanzas corporativas (Fama, 2017). Para la inversión este objetivo es la base del Valor Actualizado Neto (VAN), criterio fundamental para las decisiones de inversión, a la vez que está detrás de los planteamientos de Modigliani y Miller, que resultan básicos para las decisiones de financiación. Podemos decir que la maximización del valor es el objetivo normativo de las finanzas corporativas (y de las finanzas en general; en este apartado seguiré fundamentalmente a Ansotegui y cols., 2014).

No es difícil dar un salto a la realidad empírica para comprobar que tal objetivo es el objetivo de la empresa por excelencia. En efecto, los máximos responsables de las corporaciones explicitan con frecuencia: *nuestro objetivo es crear valor para nuestros accionistas*. En la misma línea, los códigos de buen gobierno españoles reconocen este objetivo como fundamental: Olivencia (1998), Aldama (2003), Unificado de Conthe (2006) o el último impulsado por Elvira Rodríguez (2015).

Sin duda, todos los estudiosos y prescriptores del gobierno corporativo son conscientes del *problema de agencia*: los directivos deberían actuar como leales agentes de los propietarios de la empresa, defendiendo sus legítimos intereses; pero no siempre lo hacen, pudiendo anteponer sus intereses personales, ahí el problema. El denominado objetivo financiero puede ser un buen sistema para paliar este problema: permite guiar y controlar a los directivos evaluándoles en base a la creación de valor conseguida, a la vez que facilita el diseño de sistemas de incentivos para alinear sus intereses con los de los propietarios.

Veamos cómo expone el tema del objetivo de la empresa el Código Unificado (donde se aprecia la presencia del problema de agencia):

> Por ello aconseja que el objetivo último de la compañía y, por tanto, el criterio que presida la actuación del Consejo sea la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa. Frente a otras interpretaciones más amplias del *interés social*, esta parece preferible, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara que facilita la adopción de decisiones y su evaluación.

Yo creo que hay, por lo menos, dos razones para este posicionamiento: la correcta asignación de los recursos y evitar el problema de agencia. Así, el informe Olivencia dice textualmente:

> El buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. La Comisión ha llegado al convencimiento de que la llamada solución *financiera* es la más adecuada para que haya un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores, que es a quienes, en definitiva, ha de darse cuenta y razón de la gestión. […] nos parece preferible esta por varias razones: en primer lugar, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque, en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer lugar, porque acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa.

Si las empresas aceptan guiarse por el objetivo financiero, puede disminuirse el problema de agencia al aparecer una directriz inequívoca para todos los involucrados en la gestión de la compañía, a la vez que permite aclarar conflictos de interés. Por otro lado, hay que destacar, como ya he comentado, su interés para conseguir una correcta asignación de los recursos y así crear riqueza para los accionistas y para la sociedad. Además, si la empresa persigue aumentar su valor, esto debe inspirar los sistemas de retribución, que tienen que ser consecuentes con este objetivo.

Nuestro último código de buen gobierno (2015) se expresa así respecto a los objetivos:

> Que el consejo de administración desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia

de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas que se hallen en la misma posición y se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa.

Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente.

Parece claro que este código se ocupa de los intereses de los partícipes sociales o *stakeholders*; introduce así ese *procure conciliar…* En la misma línea tenemos el Principio 24:

La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados.

3. Algunas reflexiones sobre el objetivo financiero

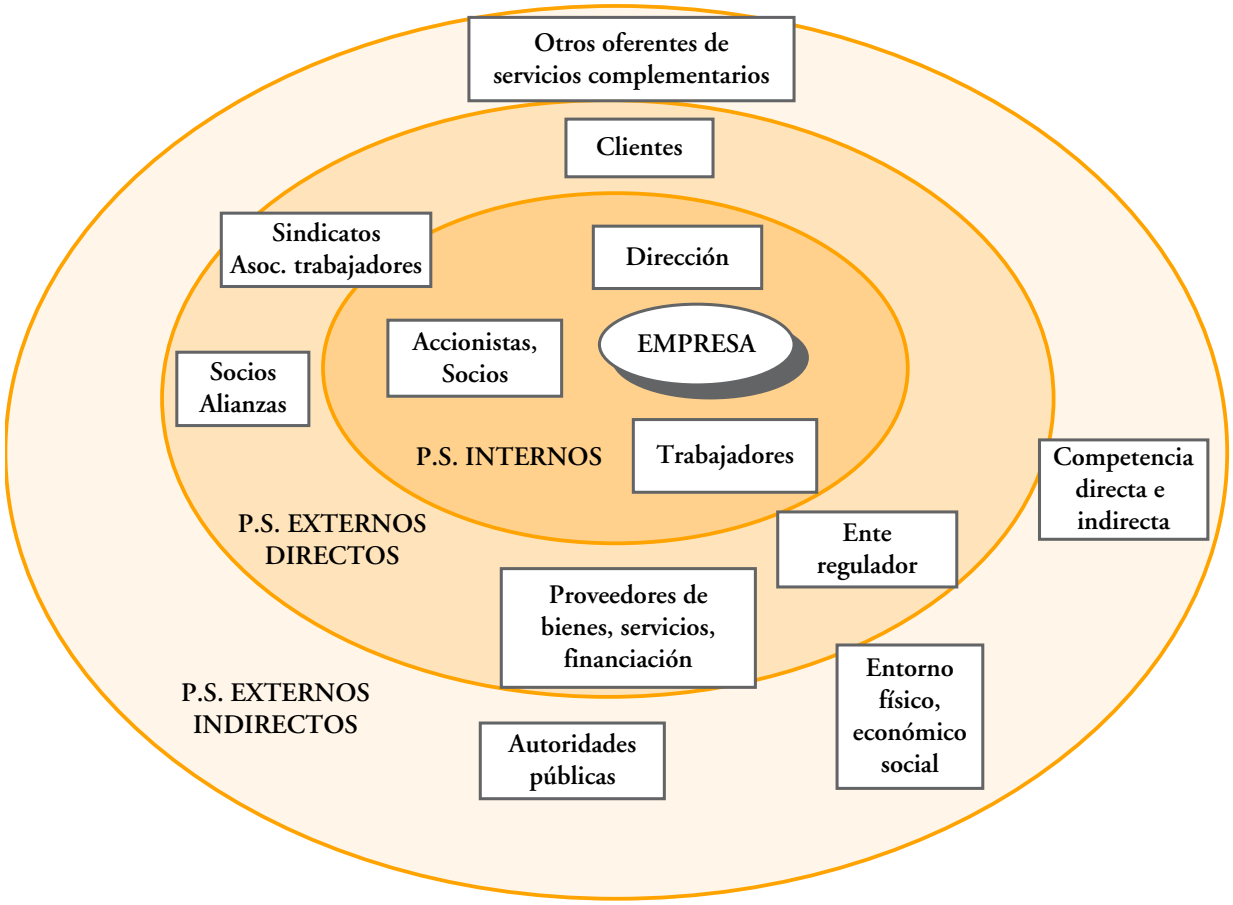
Tal como ya planteaba Adam Smith, el libre mercado necesita, para funcionar correctamente, de una actuación de la autoridad pública. Así, esta deberá encargarse de todo aquello que es necesario pero que el mercado no proporciona adecuadamente: seguridad, justicia, infraestructuras, servicios sociales…, pero también deberá establecer diferentes regulaciones y sistemas de redistribución de la renta. En mi opinión, en este campo se ha avanzado mucho en los últimos 150 años si miramos a nuestro entorno europeo que, a pesar de sus carencias y limitaciones, ha dado un imponente paso adelante con el que hemos denominado *Estado del Bienestar*; pero mucho nos queda por hacer a nivel global, donde cada vez más se necesita una autoridad mundial que asuma parte de las funciones que los Estados modernos realizan en sus países y que, cada vez más, superan sus posibilidades en un mundo globalizado: lucha a favor de la sostenibilidad medioambiental, regulación más justa de las transacciones internacionales, tutela de los derechos humanos, trasvases de renta de los países más ricos a los más pobres…

Para completar este modelo hay algunas cosas que son importantes, como la autorregulación y la transparencia. Soy partidario de que se regule lo mejor posible, sin que esa regulación llegue a ser asfixiante, pues la autorregulación no es suficiente, como se ha demostrado con la crisis de 2007. Pero la autorregulación es necesaria (es imposible regularlo todo), y para su buen funcionamiento es preciso que los agentes actúen éticamente. También es muy importante la transparencia, que debe exigirse y regularse en lo conveniente: si las empresas son transparentes, dejarán de hacer unas cosas y harán otras pues su imagen en los mercados es importante para ellas.

Si la autoridad económica realiza bien su trabajo y aplica regulaciones adecuadas (y suponiendo actuaciones éticas en los agentes), las empresas que maximicen su valor estarán creando riqueza y cumpliendo con su papel en la sociedad. Aunque luego continuaré con esta idea, podemos ver que, de momento, el modelo es correcto y lo podemos calificar de éticamente aceptable: respeta la libertad del individuo, que puede buscar sus propios objetivos, y logra el bienestar de la sociedad (Gómez-Bezares, 1991; Sen, 2000).

Aceptemos por el momento lo anterior, que nos lleva a la eticidad del objetivo financiero, sin embargo numerosos autores nos hablan de la necesidad de atender explícitamente los objetivos de los diferentes grupos de interés, partícipes sociales o *stakeholders*. Estaríamos planteando que la empresa se enfrente a múltiples objetivos: objetivos frente a los accionistas, pero también frente a los trabajadores, frente a proveedores y clientes, frente a la competencia…, asimismo respecto a la sociedad en su conjunto y frente a las futuras generaciones; es lo que podemos denominar modelo de los partícipes o modelo *stakeholder* (gráfico 1). En esta línea nos encontramos con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) o con la Sostenibilidad, tal como

Gráfico 1
Partícipes sociales



Fuente: Freije y Gómez-Bezares (2006).

apunta el código de buen gobierno de Elvira Rodríguez (2015). El tema es atractivo y conviene que analicemos algunos pros y contras.

Desde hace años, ha habido autores que han defendido una visión de la empresa caracterizada por su proactividad en la búsqueda del bien social. Tenemos así a Freije (1981), que propone que la empresa se adelante a los acontecimientos, a las demandas que la sociedad le va a plantear desde la responsabilidad social; la empresa, desde este punto de vista, además de ser eficiente, ha de ser un elemento de progreso social, adelantándose a las demandas de los diferentes partícipes sociales, tratando de satisfacerlas. No cabe duda de que esta postura es muy atractiva: no solo asume la multiplicidad de objetivos, sino que postula que la empresa tome la delantera y se plantee esos objetivos cuando todavía no los ha explicitado la sociedad.

También, sin llegar a ir por delante, podemos plantearnos varios objetivos, para responder a las demandas ya explicitadas por la sociedad, pensando que así somos más justos con el conjunto de los partícipes sociales o, incluso, que al estar estos más satisfechos eso va a ser bueno para el resultado económico de la compañía.

El modelo multiobjetivo tiene, sin embargo, al menos dos problemas: en primer lugar es difícil ponderar las consecuciones en los diferentes objetivos o hacer una valoración conjunta, lo que llevaba, por ejemplo, al Código Unificado de Conthe (2006) a preferir *una*

directriz clara que facilita la adopción de decisiones y su evaluación, tal como ocurre con el objetivo financiero; por otro lado, planea sobre todo esto el problema de agencia: ¿cómo garantizamos que el consejo de administración, elegido por los accionistas, va a ser un órgano competente para enunciar objetivos sociales y valorar su grado de consecución?, y todavía peor si lo hacen los directivos: existe un evidente peligro de que los intereses personales se antepongan a los de la empresa. Podemos afirmar que la idea es buena, pero hay problemas sin resolver, lo que hace que cuando se plantee la RSC se deba hacer con prudencia, como en nuestro último código de buen gobierno, el de Elvira Rodríguez (2015).

Frente a estas posturas, tenemos autores como Copeland y cols. (2000) que mantienen que las empresas que se centran en la maximización de su valor son más eficientes y que en los países donde esa forma de pensar es mayoritaria, como es el caso de Estados Unidos, el crecimiento económico es mayor, aportando datos en ese sentido.

Una postura intermedia, compatible con cualquiera de las dos expuestas (objetivo financiero en estado puro y modelo *stakeholder*), es el objetivo financiero con limitaciones: hay que maximizar el valor de la empresa, pero, además de hacerlo dentro de la ley, la ética, etc., hay que satisfacer las peticiones legítimas, explícitas o implícitas, de los diferentes partícipes sociales. Esta postura, que algunos han denominado *objetivo financiero ilustrado*, es compatible con cualquiera de las dos anteriores, y en mi opinión es muy sensata. Si, como decíamos antes, se plantean múltiples objetivos para satisfacer a los diferentes partícipes sociales, pensando que esto va a ser bueno para los resultados de la compañía, en realidad estamos en el objetivo financiero clásico, pues tal planteamiento busca maximizar el valor. Pero también es razonable pensar que hay objetivos de los partícipes que debemos cumplir sin que necesariamente vayan a aumentar de forma directa el valor: simplemente por una exigencia de justicia. Lo que yo creo es que aceptando que es bueno hacerlo, además, una adecuada satisfacción de los partícipes resulta necesaria para la maximización del valor a largo plazo. Dada la economía actual, donde el desarrollo del conocimiento o la colaboración con otros agentes son fundamentales para la competitividad, yo pienso que la responsabilidad social, de una u otra manera, es necesaria.

Como resumen de lo anterior, podemos decir que la RSC bien aplicada debe ser, como dice Adela Cortina (2016), *una excelente herramienta de gestión, una buena medida de prudencia y una ineludible exigencia de justicia*. En mi opinión, la aplicación del *objetivo financiero con limitaciones* es lo que nos puede llevar a maximizar el valor a largo plazo, con lo que el que hemos denominado objetivo financiero resulta compatible con el modelo de los partícipes (Freije y Gómez-Bezares, 2006). Con todo, el problema es complejo y existen visiones críticas (por ejemplo: Rodríguez, 2003).

Si entendemos la maximización del valor de la compañía como la maximización en el largo plazo, añadiendo limitaciones para alcanzar las legítimas aspiraciones de todos los partícipes, y con un sistema político que complemente y regule el sistema de mercado, y que redistribuya la renta, este objetivo puede ser perfectamente ético. No será posible maximizar el valor sin atender al conjunto de los intereses de los partícipes sociales: *objetivo financiero con limitaciones*.

4. Nuevas tendencias y conclusiones

En la actualidad se está trabajando, verbigracia, en ver si las empresas que practican la RSC, las empresas sostenibles, son más interesantes para los accionistas o, por el contrario, sus gastos para atender los objetivos sociales se traducen en una menor rentabilidad. Entendiendo por sostenibles las empresas que lo son en lo financiero, lo social y lo medioambiental, Gómez-Bezares y cols. (2016 y 2017) encontraron que las empresas sostenibles crean más valor a largo plazo. En la misma línea, con alguna matización, tenemos a Kotsantonis, Pinney y Serafeim (2016). Desde otro punto de vista, un emprendedor como Gonzalo Artiach (2017) dice: *para que una empresa tenga éxito en el largo plazo todo el mundo alrededor de esa empresa (clientes, empleados, proveedores, sociedad…) tiene que estar mejor que si no existiese*. Sobre estas líneas habrá que seguir trabajando, pues siguen siendo objeto de polémica.

En conclusión: dada la actual forma de elección y composición de los consejos de administración en España como representantes de los accionistas, parece que el *objetivo financiero* es una buena solución (en la línea de Sen, 2000), siempre que entendamos que el Estado cumple con sus funciones, y que los individuos actúan en base a un sustrato ético compartido (al final, unas pautas éticas comunes son necesarias; todo no es regulable). También se debe avanzar en las regulaciones globales (aquí las pautas éticas son todavía más importantes, pues la regulación es más escasa y menos imperativa).

Además yo creo que es bueno que las empresas se planteen una política de RSC, de sostenibilidad: es de justicia atender las demandas legítimas de los partícipes, y es una medida de prudencia (con frecuencia disminuye los riesgos); por otro lado, soy de los que creen que, en la economía actual, donde la colaboración o el desarrollo del conocimiento son tan importantes, la adhesión de los partícipes al proyecto empresarial es fundamental, y una adecuada política de sostenibilidad coadyuvará de forma importante al objetivo de creación de valor a largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

Ansotegui, C.; F. Gómez-Bezares y R. González Fabre (2014), *Ética de las finanzas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

Artiach, G. (2017), «DBA afterwork», *El periódico de Deusto Business School*, 145, diciembre, págs. 4-5.

Copeland, T.; T. Koller y J. Murrin (2000), *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, John Wiley, Nueva York, 3ª ed.

Cortina, A. (2016), *Economía ética para un tiempo nuevo*, Universidad de Deusto, Bilbao.

Fama, E. F. (2017), «Finance at the University of Chicago», *Journal of political Economy*, vol. 125, núm. 6, diciembre, págs. 1.790-1.799.

Freije, A. (1981), *Estrategia y políticas de empresa*, Deusto, Bilbao.

Freije, I. y F. Gómez-Bezares (2006), «Crear valor sí, pero ¿para quién? Monismo vs. Pluralismo», *Signos Universitarios*, Año XXV, número especial del 50º aniversario III, págs. 197-222.

Friedman, M. (1970), «The social responsability of business is to increase its profits», *The New York Times magazine*, 13 de septiembre.

Gómez-Bezares, F. (1991), «Ética y objetivo financiero», *Boletín de Estudios Económicos*, 144, diciembre, págs. 435-463.

Gómez-Bezares, F. (2012): *Elementos de finanzas corporativas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

Gómez-Bezares, F.; W. Przychodzen y J. Przychodzen (2016), «Corporate sustainability and shareholder wealth-evidence from British companies and lessons from the crisis», *Sustainability*, vol. 8, núm. 3: 276, págs. 1-22. Open Access: http://www.mdpi.com/2071-1050/8/3/276.

Gómez-Bezares, F.; W. Przychodzen y J. Przychodzen (2017), «Bridging the gap: how sustainable development can help companies create shareholder value and improve financial performance», *Business ethics: a European review*, vol. 26, núm. 1, enero, págs. 1-17.

Kotsantonis, S.; C. Pinney y G. Serafeim (2016), «ESG integration in investment management: myths and realities», *Journal of applied corporate finance*, vol. 28, núm. 2, primavera, págs. 10-16.

Rodríguez, J. M. (2003), *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Akal, Madrid.

Sen, A. (2000), *Desarrollo y libertad*, Planeta, Buenos Aires.

ESCUELA DE ECONOMÍA

¡NUEVA ETAPA!

Nuevos cursos de alta aplicabilidad en el entorno profesional y empresarial impartidos de profesional a profesional

Para más información:

Escuela de Economía

C/ Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel.: 91 559 46 02 | escuela@cemad.es

www.cemad.es

El consejo de administración de las empresas cotizadas españolas: retrato de una década

Félix J. López Iturriaga (*)
Universidad de Valladolid

RESUMEN

En el presente artículo se revisan las características más destacadas de los consejos de administración de las empresas españolas que cotizan en Bolsa, analizando su evolución temporal en los últimos quince años y comparando su situación con la de otros países de nuestro entorno. Hoy en día los consejos de administración presentan un tamaño intermedio, con una creciente participación de consejeros independientes. La dedicación de los consejeros ha experimentado un notable incremento tanto en términos de frecuencia de reuniones como de tiempo dedicado a su preparación. La experiencia de los consejeros es cada vez más diversa como consecuencia de la incorporación de más mujeres y extranjeros. Asimismo, las conexiones políticas son frecuentes, presentes en más de la mitad de las empresas.

PALABRAS CLAVE

Conexiones políticas, Consejos de administración, Gobierno corporativo, Independencia.

1. Introducción

El consejo de administración (CA) constituye uno de los mecanismos más importantes de gobierno corporativo, por lo que no es de extrañar que haya ocupado un lugar preeminente en la abundante investigación académica sobre gobierno corporativo y en la agenda de las autoridades económicas. De hecho, el llamado Código Olivencia (1998), una de las primeras recopilaciones sistemáticas de propuestas para la mejora del gobierno corporativo en España, centra la totalidad de sus veintitrés recomendaciones en la configuración y funcionamiento del CA.

Convergen en el sistema corporativo español algunos factores mutuamente imbricados que hacen del CA un mecanismo especialmente destacado. En primer lugar, de modo análogo a otros países de Europa continental, la propiedad de las empresas españolas se caracteriza por un grado de concentración notablemente superior al de las compañías anglosajonas. En segundo lugar, los mercados de capitales españoles presentan un menor tamaño y una menor profundidad que los de otros países, tanto en términos de empresas cotizadas como de capitalización. A efectos del gobierno de las empresas, ese funcionamiento menos activo de los mercados hace gravitar el control corporativo hacia los mecanismos internos en detrimento de los mecanismos externos. En tercer lugar, y por motivos que exceden el objeto del presente trabajo, tradicionalmente ha existido en España una estrecha relación entre el sistema financiero y el sistema corporativo, lo que se traduce en una larga tradición de empresas no financieras vinculadas a entidades financieras (Fernández Rodríguez, 2001). Como indica Tejerina-Gaite (2006), al reducirse en los últimos años las participaciones accionariales bancarias, estos lazos han ido basculando hacia una presencia más habitual en el CA.

El presente trabajo tiene como objeto proporcionar una visión global del CA en las empresas españolas que cotizan en los mercados de capitales. Partimos para ello de una revisión de las principales funciones que se encomiendan al CA en el marco del gobierno de la

(*) El autor agradece la ayuda financiera del Ministerio de Economía y Competitividad (proyecto ECO2017-84864-P) y los comentarios y sugerencias de César Zarza, Viktória Tamási y Juan José Durán.

empresa para, posteriormente, exponer los fundamentos teóricos y las tendencias más recientes aportadas por la investigación. El cuarto epígrafe se dedica a la presentación de la evolución que ha seguido la configuración del CA en los últimos quince años en términos de tamaño, composición, actividad y otros rasgos característicos. Se cierra el artículo con unas reflexiones que tratan de realizar una valoración global de esa evolución y apuntan retos futuros pendientes.

2. Fundamentos teóricos y marco normativo del CA

Como ha quedado dicho, el CA constituye la piedra angular del sistema de gobierno corporativo en numerosos países, entre ellos España. Una reflexión sobre los problemas de gobierno corporativo y de las distintas perspectivas teóricas a través de las cuales se pueden abordar esos problemas ayudará a entender cómo el CA contribuye a su resolución, y a identificar los rasgos más sobresalientes para ello. Partimos por tanto del triple cometido que suele encomendarse al consejo de administración: supervisión directiva, orientación estratégica y provisión de recursos críticos, estando cada uno de estos cometidos soportado por una visión de la empresa.

La fundamentación teórica más extendida se basa en la teoría de la agencia y resalta la posible divergencia de intereses entre los distintos partícipes en la empresa, especialmente entre accionistas minoritarios, accionistas mayoritarios, directivos e inversores externos. La delegación del control por parte de los accionistas en los directivos no viene acompañada de una supervisión adecuada de estos últimos, de modo que el CA debe actuar como mecanismo de control o supervisión directiva a fin de garantizar la convergencia de intereses. Esa visión es la prevalente en nuestro país. Así, el Código Olivencia (1998) considera al CA *básicamente como un instrumento de supervisión y control* y estima que *la función general de supervisión es la más genuina del CA de las sociedades cotizadas*, mientras que el Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) de las Sociedades Cotizadas, establece que la *función más esencial e irrenunciable es la función general de supervisión* (CNMV, 2013).

Junto con la tarea de supervisión cada vez se halla más aceptada la función de asesoramiento y de diseño estratégico (Acero Fraile y Alcalde Fradejas, 2012; García Ramos y García Olalla, 2011). Anderson, Melanson y Maly (2007) muestran que los consejeros son cada vez más conscientes de la redefinición de su papel, asumiendo labores de colaboración con la dirección. Un excesivo énfasis en la tarea de supervisión puede ir en detrimento de la tarea de asesoramiento, con los consiguientes efectos negativos para la eficiencia de la empresa. La perspectiva teórica subyacente a esta concepción es la denominada teoría *stewardship*, que enfatiza más las relaciones de colaboración que los conflictos entre los partícipes de la empresa.

En tercer lugar, la teoría basada en los recursos subraya la importancia del CA para captar recursos especialmente valiosos para la empresa. Dichos recursos pueden ser de muy variada naturaleza, como, a modo de ejemplo, la obtención de recursos financieros en condiciones ventajosas, la aportación de conocimiento o experiencia, los vínculos con otras empresas o conexiones con centros de decisión empresarial, etc. Cobra sentido, en consecuencia, la función de algunos consejeros que han ocupado responsabilidades políticas, están vinculados a entidades financieras o poseen una determinada red de relaciones profesionales.

A diferencia de Holanda o Alemania, el legislador español ha optado por un sistema monista con un único CA en las empresas cotizadas y una clara separación de las funciones de dicho consejo y las de la junta general de accionistas. A los consejeros se les impone el deber genérico de administrar la sociedad, que se divide en dos deberes generales: el deber de lealtad y el deber de diligencia. Esas obligaciones legales son desarrolladas por los distintos códigos de buen gobierno emitidos en nuestro país. Como es habitual en estos casos, el enfoque adoptado en dichos códigos es el de *comply or explain*, en el sentido de que no se impone obligatoriamente el cumplimiento de sus recomendaciones siempre que se pueda justificar adecuadamente los motivos que llevan a actuar así. En nuestro país, el CA ha ocupado un lugar central en los cinco códigos de buen gobierno de mayor trascendencia: el Código Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003), el Código Unificado de Buen Gobierno (2006), el Código

Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CNMV, 2013) y el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas CBGSC (CNMV, 2015). De ahí que en los apartados que siguen el comentario de la evidencia empírica española se base en los resultados de investigaciones previas y en las recomendaciones de dichos textos.

3. Las características de los CA en España

3.1. *El tamaño del CA*

Probablemente el tamaño del CA sea una de las características que con más frecuencia han atraído la atención en estudios precedentes. Mientras que los trabajos pioneros alertaban contra un posible sobredimensionamiento del CA, hoy en día parece asentada la conveniencia de un tamaño intermedio que evite tanto los problemas asociados a un número excesivo de miembros como las limitaciones de consejos demasiado pequeños (Coles, Daniel y Naveen, 2008; Fernández, Gómez Ansón y Fernández-Méndez, 1998).

Es indudable que se necesita un número mínimo de miembros para que las deliberaciones del consejo sean ricas e incorporen suficientes puntos de vista. Sin embargo, un tamaño excesivo puede favorecer la inhibición de los consejeros e ir en detrimento incluso de la cohesión del órgano. En esa línea se han pronunciado los códigos de buen gobierno. Así, a finales del siglo pasado el Código Olivencia (1998) constataba que *los consejos son con frecuencia demasiado grandes* y, aun admitiendo la dificultad de establecer orientaciones de carácter general, sugería un tamaño comprendido entre *los cinco y los quince* miembros. Más recientemente, tanto el CUBG como el CBGSC han ratificado esa recomendación.

En el cuadro 1 se presenta la evolución del tamaño medio del CA de las empresas españolas. Dicho tamaño

Cuadro 1
Evolución de las principales características de los CA

	Tamaño	Indeptes.	Ejecutivos	Presidente	Antigüedad	Reuniones	Número consejos	Empresas con consejeras	Consejeras	Extranjeros
2004	9,7	31,7%	20,6%	47,2%	7,4	8,2		40,1%	5,9%	
2005	9,6	31,1%	19,7%	48,0%	7,6	8,2	1,18	36,9%	5,5%	
2006	9,9	30,3%	20,4%	52,6%	7,5	8,6	1,19	47,4%	6,9%	
2007	10,1	28,3%	20,0%	64,7%	7,4	9,3	1,19	51,4%	7,5%	8,0%
2008	10,4	30,2%	18,5%	67,7%	7,2	9,6	1,17	53,7%	8,1%	8,0%
2009	10,3	30,5%	18,3%	70,5%	7,4	9,8	1,15	58,3%	9,2%	9,0%
2010	10,3	31,2%	17,0%	67,3%	7,6	9,7	1,11	64,1%	9,9%	10,1%
2011	10,3	32,2%	16,6%	63,8%	7,8	9,7	1,13	66,4%	10,4%	11,4%
2012	10,1	33,9%	16,9%	61,6%	7,9	9,8	1,12	62,3%	10,4%	11,4%
2013	10,0	34,8%	17,6%	58,5%	8,3	10,2	1,11	66,2%	12,0%	10,8%
2014	9,7	36,5%	17,2%	57,2%	8,0	10,2	1,11	69,5%	13,5%	12,5%
2015	9,8	40,1%	16,2%	53,7%	7,3	10,7	1,11	77,4%	15,6%	15,3%
2016	9,9	41,7%	16,0%	54,7%	7,3	10,6	1,12	81,8%	16,6%	19,0%

Fuente: Spencer Stuart (2008; 2012; 2015; 2017) y CNMV: Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Cuadro 2
Comparación internacional de las principales características de los CA

	Tamaño	Indeptes.	Presidente	Antigüedad	Reuniones	Número consejos	Mujeres	Extranjeros
Reino Unido	10,2	61,1%	1,0%	4,4	7,7	2,0	25,5%	32%
EEUU	10,8	84,0%	49,0%	8,2	8,4	2,1	22,2%	7%
España	10,8	43,0%	59,0%	5,3	11,3	1,1	17,0%	19%
Francia	13,9	69,0%	52,5%	5,9	9,0	2,1	42,0%	37%
Italia	11,6	50,1%	19,0%	5,3	11,6	3,4	31,0%	9%
Alemania	14,1	60,0%		6,3	6,7		29,0%	31%
Suiza	10,5	88,0%	0,0%	6,6	11,1	2,2	22,0%	59%
Holanda	9,2	60,0%	4,0%	4,9	11,6	2,1	30,0%	57%
Suecia	9,9	63,7%	4,0%	5,3	9,2	2,5	38,0%	31%
Dinamarca	10,0	66,3%	0,0%	4,8	8,6	1,9	28,0%	42%

Fuente: Spencer Stuart (2017). Índice Spencer Stuart de consejos de administración.

responde con gran exactitud a las sugerencias de los informes de buen gobierno y se sitúa en torno a los diez miembros. Esa información se complementa con el cuadro 2, en la que se presenta el tamaño del CA de las empresas españolas en comparación con otros países. Con las lógicas diferencias debido al tamaño medio de las empresas de cada país, puede observarse que los CA de las empresas españolas no son muy distintos al de sus homólogas europeas, al menos en términos de número de miembros.

3.2. *La independencia del CA*

La composición del CA es otro de los rasgos más analizados y desde hace tiempo existe una clara conciencia de la importancia de contar con un elevado número de consejeros independientes. Entendido el CA como un órgano dedicado primordialmente a la supervisión directiva, resulta obvio que ha de tener la suficiente independencia para que su funcionamiento resulte eficaz.

Esta idea parece haber calado hondo en nuestro país en los últimos años. Ya el Código Olivencia (1998) establecía como *principal recomendación […] la figura del consejero independiente* y proponía unos criterios a fin de asegurar dicha independencia. De este modo, dentro de los consejeros externos, es decir, aquellos que no ocupan cargos de gestión en las empresas, cabe distinguir los denominados dominicales y los propiamente independientes. Mientras que los primeros acceden al consejo por ser titulares o representar a los titulares de paquetes accionariales, los segundos están llamados a representar los intereses del capital flotante. El Informe Aldama (2003) profundizó en esa independencia y especificó una serie de condiciones para asegurar su imparcialidad y objetividad. Posteriormente, el CUBG propuso que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario y que los consejeros externos constituyan una amplia mayoría del consejo. Más aún, para garantizar la independencia del consejo, ese texto sugería que el número de consejeros independientes representara al menos un tercio del total, proporción que el CBGSC lleva hasta la mitad de los consejeros.

El cuadro 1 muestra la clara convicción que las empresas cotizadas tienen de la conveniencia de reforzar la importancia de los consejeros independientes. Como

puede verse, mientras que en 2004 dichos consejeros solo representaban el 31,7% del total de miembros, en 2016 dicho porcentaje había crecido hasta el 41,7%, con la consiguiente disminución del número de consejeros ejecutivos. No obstante, a pesar de esa evolución, el nivel de independencia de los consejos españoles está aún sensiblemente por debajo de otros países de nuestro entorno, como pone de relieve el cuadro 2.

Por lo que se refiere a la selección de los consejeros independientes, Spencer Stuart (2017) muestra que en 2016 el 57% de los mismos fue designado a propuesta del presidente del consejo, el 20% a propuesta de un accionista significativo y el 23% tras seguir un procedimiento de selección por la comisión de nombramientos y retribución. Estos resultados confirman la opinión generalizada en el mercado español de que es necesario que dicha comisión asuma un papel más relevante en el proceso de nombramiento de consejeros como forma de mejorar su independencia. Esa misma fuente muestra que el perfil más habitual de los consejeros independientes es el de ejecutivos de empresa (28%), seguido de profesionales independientes (15%), políticos, diplomáticos o funcionarios (13%) y académicos (8%).

En relación con la independencia del consejo, una cuestión recurrente en las discusiones sobre las prácticas de buen gobierno es la conveniencia de separar o no los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo. Late de fondo el debate sobre cuál es la función prioritaria del CA. Si se concibe como un órgano de supervisión directiva, resulta lógico separar los cargos de presidente del consejo y directivo de la empresa a fin de asegurar la independencia de criterio. Por el contrario, si la función dominante del CA es la de proporcionar orientación estratégica, una coincidencia de cargos puede facilitar el liderazgo y la implementación de la estrategia.

Consecuentemente con esa dicotomía, el CBGSC mantiene el criterio de no pronunciarse sobre la conveniencia o no de separar ambos cargos. A diferencia de otros países europeos, como Dinamarca o Suiza, la Ley española de Sociedades de Capital admite la posibilidad de coincidencia pero establece que, en caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, deberá nombrarse un consejero coordinador independiente. No obstante, si se dan esas condiciones, el CBGSC apuesta por una ampliación de las funciones del consejero coordinador con tareas de contacto con inversores y accionistas.

Las empresas españolas han seguido dos tendencias opuestas a este respecto en los últimos años (cuadro 1). Mientras que hasta 2009 el número de compañías cuyo CA estaba presidido por un consejero ejecutivo se incrementó notablemente, a partir de esa fecha el reforzamiento de la independencia de los consejos ha venido acompañado de una disminución del número de consejos presididos por consejeros ejecutivos. Aun con todo, esa proporción se encuentra en uno de los niveles más altos en comparación con los países de nuestro entorno (cuadro 2).

Un rasgo que puede comprometer la independencia de los consejeros es su continuidad y, de hecho, la Ley de Sociedades de Capital establece que no podrán ser considerados en ningún caso consejeros independientes quienes hayan sido consejeros durante un periodo continuado superior a doce años. Desde 2014 dicha ley también prescribe que la duración del mandato de los consejeros de una sociedad cotizada será la que determinen los estatutos sociales, sin que en ningún caso exceda de cuatro años, pudiendo ser reelegidos para el cargo, una o varias veces, por periodos de igual duración máxima. El cuadro 1 presenta la evolución de la antigüedad media de la condición de consejero y evidencia una cierta estabilidad entre los siete y los ocho años de duración en el cargo, sin que exista una marcada tendencia, ya sea creciente o decreciente. En cualquier caso, la antigüedad media de los consejeros españoles no se aleja mucho de la de sus colegas de otros países (cuadro 2).

Sin embargo, el análisis diferenciado de dicha antigüedad en función de la tipología de consejeros proporciona interesantes claves. Mientras que la presencia de los consejeros ejecutivos y dominicales se ha incrementado ligeramente entre 2005 y 2016 (de 9,2 y 7,1 a 10,4 y 7,8 años, respectivamente), se constata una drástica reducción de la antigüedad de los consejeros independientes, pasando de 7,1 a 4,6 años. De este modo, queda corroborada la apuesta por la independencia de los consejos, con una sensible reducción de

la antigüedad media de ese tipo de consejeros a fin de garantizar su verdadera independencia.

3.3. *La actividad del CA*

Aunque es indudable que el consejo ha de reunirse con cierta periodicidad, no hay un acuerdo sobre el efecto de la actividad sobre la eficiencia de la empresa (Vafeas, 1999). Una mayor frecuencia de reuniones puede deberse tanto a una cierta proactividad del consejo para guiar la estrategia de la empresa como a la respuesta ante una pérdida de eficiencia o algunas crisis corporativas. A este respecto, nuevamente el Código Olivencia constituye una referencia insoslayable. Aunque recomienda *la regla de las cien horas anuales*, su comisión redactora era consciente de la dificultad de ese objetivo en aquel momento y sugiere igualmente una reunión mensual. Profundizando en esa dedicación, el CBGSC indica que el consejo ha de reunirse con la frecuencia precisa y, en todo caso, al menos ocho veces al año.

Así lo han entendido las empresas españolas pues, como se muestra en el cuadro 1, la actividad de sus consejos se ha incrementado considerablemente en los últimos años, pasándose de una media de 8,2 reuniones en 2004 a 10,6 reuniones en 2016. De hecho, las compañías españolas figuran entre las más activas de Europa, como recoge el cuadro 2.

También puede resultar oportuno plantear en este punto la dedicación de los consejeros a su tarea pues se trata de una cuestión no exenta de controversia. El CBGSC aconseja que cada empresa establezca el número máximo de consejos de sociedades de los que pueden formar parte sus consejeros. A pesar de ello, el 30% de las empresas cotizadas no ha limitado aún el número de consejos adicionales a los que pueden pertenecer sus consejeros, siendo cuatro consejos –incluyendo la propia empresa– la limitación más frecuente (Spencer Stuart, 2017).

La investigación sobre el efecto de la pertenencia a múltiples CA ha sugerido dos explicaciones, denominadas efecto reputación y efecto dedicación. Según la primera hipótesis, los consejeros de mayor prestigio, valía o cualificación reciben un mayor número de invitaciones a participar en consejos de administración. En consecuencia, el número de consejos a los que pertenece un consejero independiente es un indicador de su reputación y de sus capacidades, y constituye un incentivo para cumplir con su tarea. A esta hipótesis se le opone el llamado efecto dedicación, pues la pertenencia a un número excesivo de CA podría limitar la dedicación de los consejeros y repercutir negativamente en su eficacia.

La evidencia empírica muestra que los consejos de administración españoles están lejos de incurrir en el peligro de falta de dedicación. Según el cuadro 1, por término medio los consejeros españoles pertenecen a 1,12 consejos de administración, detectándose una ligera tendencia a la baja en los últimos años. De hecho, en 2016 el 90% de los consejeros pertenecían a un único CA, el 7,8% pertenecía a dos consejos, el 1,7% pertenecía a tres consejos y únicamente el 0,4% de los consejeros era miembro de cuatro o más consejos de administración. Esta misma conclusión se extrae cuando se compara la pertenencia a otros consejos de los consejeros españoles con la de sus homólogos de otros países en 2016, siendo España el país en el que los consejeros simultanean un menor número de consejos (cuadro 2).

En esta misma línea, Spencer Stuart (2017) proporciona el resultado de las consultas hechas a consejeros de empresas españolas concernientes al tiempo dedicado a las reuniones, combinando las horas de reunión y la preparación de las mismas. Las respuestas resultan de gran interés y confirman la creciente sofisticación del trabajo dentro del CA y la mayor dedicación de tiempo que exige. A pesar de la limitación que puede suponer trabajar con valores medios, mientras que en 2008 los consejeros dedicaban 96 horas a esta tarea, en 2016 dicha cantidad ascendió a 122 horas.

3.4. *La diversidad dentro del CA*

Existe una opinión dominante según la cual el CA debe reflejar la diversidad de conocimientos, sexo y experiencias precisa para desempeñar sus funciones con eficacia. Esta convicción ha sido trasladada recientemente a los códigos de buen gobierno, y desde 2013 así lo reconocen tanto el CUBG como el CBGSC. Analizamos en este apartado dos características dentro de esa diversidad: el género y la nacionalidad.

La presencia femenina es otro de los temas recurrentes en el análisis de los consejos de administración. A este respecto, caben dos enfoques: uno normativo, en el que se fija un objetivo o se prescribe un patrón de actuación, y otro positivo, con el que únicamente se hace una descripción de la realidad. Los códigos de buen gobierno optan por el primer enfoque e introducen explícitamente recomendaciones a fin de buscar deliberadamente mujeres que reúnan el perfil profesional buscado. La investigación académica también es rica en estudios sobre la función de la mujer en los consejos de administración, sin que se hayan alcanzado resultados concluyentes (Pletzer, Nikolova, Kedzior y Voelpel, 2015; Post y Byron, 2015).

Como puede verse en el cuadro 1, las empresas cotizadas españolas están incorporando paulatinamente mujeres a sus consejos de administración. Durante el periodo 2004-2016 se ha duplicado el número de empresas que cuentan con consejeras (de 40,1 a 81,8%), habiendo pasado de un 5,5 a un 16,6% la proporción de mujeres. En consonancia con las sugerencias de los códigos de buen gobierno, este incremento ha sido más acusado entre los miembros independientes, ocupando las mujeres cerca de la cuarta parte de dichos puestos. No obstante, como se recoge en el cuadro 2, España está aún lejos de los niveles de presencia femenina de otros países.

En segundo lugar, la diversidad internacional de procedencia de los consejeros también se ha incrementado considerablemente en los últimos años (cuadro 1), en línea con el acentuado proceso de internacionalización experimentado por las compañías españolas. Como es obvio, las empresas que tienen un mayor número de consejeros extranjeros son, en general, o bien compañías internacionales o bien aquellas que cuentan como accionistas significativos con empresas de otros países. En términos relativos, nuestro país se sitúa en una posición intermedia (cuadro 2).

3.5. *Las comisiones del CA*

Una constante de los códigos de buen gobierno españoles es la creación de ciertos órganos de apoyo a los que confiar el examen y seguimiento permanente de algunas áreas de especial relevancia para el buen gobierno de la compañía. Por ese motivo, tanto el Código Olivencia como el Informe Aldama, el CUBG y el CBGSC recomiendan la creación de las correspondientes comisiones delegadas, entre las que cabe distinguir, por un lado, la comisión delegada y, por otro, las comisiones de supervisión y control.

Aunque las empresas poseen libertad para determinar las funciones de cada una de ellas, la Ley de Sociedades de Capital obliga a constituir, al menos, una comisión de auditoría y una comisión o dos comisiones separadas de nombramientos y retribuciones. Estas comisiones responden claramente a un enfoque supervisor y, por lo tanto, han de estar compuestas exclusivamente por consejeros no ejecutivos y con una presencia relevante de miembros independientes. A la comisión de auditoría le corresponde fundamentalmente evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad, velar por la independencia del auditor externo y, en su caso, garantizar el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo. La función primordial de la comisión de nombramientos es cuidar de la integridad del proceso de selección de los consejeros y altos ejecutivos de la compañía, mientras que la responsabilidad básica de la comisión de retribuciones –en caso de que exista de manera diferenciada de la anterior– consiste en auxiliar al CA en la determinación y supervisión de la política de remuneración de los consejeros y altos ejecutivos de la sociedad.

Dado que las empresas cotizadas españolas legalmente se hallan obligadas a formar una comisión de auditoría y otra de nombramientos y retribuciones, han optado por ajustarse al mínimo legal y, por término medio, tienen 2,95 comisiones. Una pequeña proporción (14%) divide las funciones de nombramientos y retribuciones en dos comisiones separadas y, entre las comisiones de carácter voluntario, además de la comisión ejecutiva (46%), las más frecuentes son las de riesgos (8%) y la de estrategia (7%).

3.6. *Las relaciones del CA*

Junto a la supervisión y al asesoramiento estratégico, una tercera función del CA es la provisión de recursos estratégicos. Desde esa perspectiva, una dimensión clave de los consejeros es su ámbito de relaciones y,

por tanto, el acceso a recursos valiosos para la empresa. Surge de este modo el análisis de redes, un campo que ha cobrado especial auge en los últimos años de la mano del desarrollo de métodos específicos de estudio.

Uno de los aspectos que más se ha analizado son los denominados *interlocking directorates*, es decir, la relación existente entre empresas derivada del hecho de compartir consejeros que se sientan en más de un consejo de administración. Estos consejeros determinan la posición de las empresas en la red, ocupando un lugar que viene condicionado por su centralidad. De este modo, distintos posicionamientos dan origen a distintas posibilidades de influencia en otras empresas, de acceso a recursos financieros o a conocimientos específicos.

A este respecto, varios estudios exponen la mutación experimentada por las redes de consejeros de las empresas españolas en los últimos años (Andrés, Blanco-Alcántara y López-de-Foronda, 2014; Sicilia, Sallan y Simo, 2016). Estos trabajos, por una parte, confirman que la estructura corporativa española continúa mostrando características de las economías continentales, con algunos bancos ocupando posiciones de relevancia y manteniendo una estrecha relación con sectores como la construcción y los servicios. Este hecho revela que las empresas tratan de asegurar su acceso al crédito bancario mediante la incorporación de representantes de las entidades financieras a su consejo de administración.

No obstante, también se observa un retroceso en la actividad de la banca industrial en España, especialmente desde mediados de la década pasada. En los últimos años la red de empresas españolas se ha fragmentado y ha perdido densidad, con un desplazamiento de las entidades financieras hacia la periferia de la red, y habiendo ocupado las empresas del sector energético o de la construcción esas posiciones más centrales. En consecuencia –y quizás a causa de la aplicación de los informes de buen gobierno–, se han debilitado las conexiones entre consejos, lo que redunda en una mayor independencia de los consejeros. De hecho, mientras que en 2003 solamente el 4,2% de las empresas carecían de vínculos con otros consejos de administración, dicho porcentaje se incrementó hasta el 13,8% en 2008. Tomados en su conjunto, estos resultados sugieren que la estructura de la red de las empresas españolas va adquiriendo paulatinamente la configuración propia de los modelos corporativos anglosajones.

Un caso particular dentro de las relaciones corporativas es el de las conexiones políticas, es decir, aquellos consejeros que han ocupado cargos políticos. En España, como en otros muchos países, no es rara la presencia en los consejos de administración de anteriores políticos. Guerra Pérez, Bona Sánchez y Santana Martín (2015) han llevado a cabo el análisis más completo de las conexiones políticas en los consejos de las empresas españolas. Sus resultados muestran que el 52,5% de las empresas españolas contaban con consejeros que habían desempeñado responsabilidades políticas, sin que se pudiera identificar un predominio claro de ningún partido político. En tres cuartas partes de los casos dichos consejeros tenían la consideración de independientes y, aunque esta diferencia se ha atenuado con el paso del tiempo, están más presentes en las empresas que operan en sectores regulados. La antigüedad media de estos consejeros también se ha incrementado sensiblemente: mientras que en 2003 habían permanecido en el consejo durante 5,6 años, en 2012 tenían una antigüedad media de 7,5 años, lo que refleja la estabilidad de las conexiones políticas de las empresas.

4. Reflexiones finales

No cabe duda de que el CA constituye la piedra angular del gobierno corporativo, y se explica así el creciente protagonismo que ha asumido, tanto en las normas legales de obligado cumplimiento como en los códigos de buen gobierno y en los medios de comunicación. En el presente artículo hacemos una revisión de las características más destacadas de los consejos de las empresas españolas que cotizan en Bolsa, analizando su evolución temporal en los últimos quince años y comparando su situación con la de otros países de nuestro entorno.

Los datos expuestos en el presente artículo confirman la destacada importancia que ha cobrado este órgano de gobierno y el esfuerzo realizado por las empresas para mejorar su eficacia. El tamaño de los consejos se encuentra en un punto intermedio que trata de evitar las dificultades de coordinación y comunicación en órganos sobredimensionados y las limitaciones en

cuanto a opiniones y puntos de vista de consejos excesivamente pequeños. Se constata una clara apuesta de las empresas españolas por la figura de los consejeros independientes, si bien nuestros niveles de independencia son aún inferiores a los de otros países europeos. La dedicación de los consejeros ha experimentado un notable incremento en los últimos quince años pues se ha aumentado la frecuencia de reuniones y el tiempo dedicado a su preparación. La experiencia de los consejos es cada vez más diversa por la incorporación de más mujeres y extranjeros. El énfasis en la tarea supervisora explica la conformación de las comisiones delegadas, siendo las de auditoría y la de nombramientos y retribuciones las más comúnmente implantadas como consecuencia de su obligatoriedad legal. Otro rasgo que llama la atención es la frecuencia de conexiones políticas, ya que más de la mitad de las empresas cuenta con un consejero –habitualmente independiente– que ha desempeñado responsabilidades políticas, siendo especialmente de aplicación en los sectores más regulados.

En líneas generales, el diagnóstico anterior aporta motivos para el optimismo y para continuar confiando en la mejora del sistema de gobierno corporativo de las empresas cotizadas. No obstante, lejos de la complacencia, todavía cabe identificar una serie de líneas de actuación en las que no deben cesar los esfuerzos por progresar. Una de ellas sería reforzar el liderazgo del CA en la implantación y desarrollo de la estrategia corporativa. Un número no pequeño de consejeros reconoce que las agendas del consejo siguen siendo fundamentalmente informativas y carecen de la necesaria deliberación sobre temas estratégicos. Otra de las asignaturas pendientes es la falta de consejeros auténticamente independientes. Se echa en falta en las empresas españolas un mayor protagonismo del comité de nombramientos. De hecho, a pesar de cumplir los requisitos exigidos para la condición de independiente, una parte considerable de estos consejeros son propuestos por el presidente del consejo y no por la mencionada comisión. Del mismo modo, también se hace precisa una evaluación periódica del funcionamiento y composición del consejo a fin de detectar y corregir posibles deficiencias, aspecto que ya ha sido aplicado recientemente en el sector financiero (European Central Bank, 2017). Finalmente, la transposición de la directiva europea sobre información no financiera realizada a nuestro ordenamiento jurídico en noviembre de 2017 (R.D. 18/2017) insiste en la necesidad de continuar aplicando políticas de diversidad del CA.

BIBLIOGRAFÍA

Acero Fraile, I. y Alcalde Fradejas, N. (2012), «The effect of the monitoring function and advisory function on board structure», *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad,* 41(153), 9-38.

Anderson, D. W.; Melanson, S. J. y Maly, J. (2007), «The evolution of corporate governance: power redistribution brings boards to life», *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 780-797.

Andrés, P.; Blanco-Alcántara, D. y López-de-Foronda, Ó. (2014), «Los interlocking directorates en España. Evolución, poder y consejeros independientes», *Revista Internacional de Sociología*, 72(1), 83-114.

CNMV (2013), *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid.

CNMV (2015), *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid.

Código Olivencia (1998), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades.

Coles, J. L.; Daniel, N. D. y Naveen, L. (2008), «Boards: does one size fit all?», *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.

European Central Bank (2017), *Guide to fit and proper assessments*, Fránfort.

Fernández, A. I.; Gómez Ansón, S. y Fernández-Méndez, C. (1998), «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, 22(3), 501-516.

Fernández Rodríguez, Z. (2001), «Las relaciones banca-industria: Un tiempo para la revisión», *Economía Industrial*, 341, 13-24.

García Ramos, R. y García Olalla, M. (2011), «Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: Evidencia empírica para España», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(149), 35-64.

Guerra Pérez, S.; Bona Sánchez, C. y Santana Martín, D. J. (2015), «Politically connected firms in Spain», *BRQ Business Research Quarterly*, 18(4), 230-245.

Informe Aldama (2003), «Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas», Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Pletzer, J. L.; Nikolova, R.; Kedzior, K. K. y Voelpel, S. C. (2015), «Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis», *PLoS ONE*, 10(6), 1-20.

Post, C. y Byron, K. (2015), «Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis», *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571.

Sicilia, C.; Sallan, J. M. y Simo, P. (2016), «The Spanish corporate structure through interlocking directorates», *Cuadernos de Gestión*, 16(1), 63-84.

Spencer Stuart (2008), *Índice Spencer Stuart de consejos de administración*, Madrid.

Spencer Stuart (2012), *Índice Spencer Stuart de consejos de administración*, Madrid.

Spencer Stuart (2015), *Índice Spencer Stuart de consejos de administración*, Madrid.

Spencer Stuart (2017), *Índice Spencer Stuart de consejos de administración*, Madrid.

Tejerina-Gaite, F. (2006), *La influencia de las entidades bancarias en el gobierno de las empresas no financieras*, tesis doctoral, Universidad de Valladolid.

Vafeas, N. (1999), «Board meeting frequency and firm performance», *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.

Diversidad de género y compensación en los consejos de administración

Rafel Crespí Cladera
Bartolomé Pascual Fuster
Departament d'Economia de l'Empresa
Universitat de les Illes Balears

RESUMEN

Este trabajo muestra la influencia de los códigos de buen gobierno y de la regulación sobre la creciente diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Se analiza, para el caso español, la escasa, aunque creciente, participación de mujeres en los consejos de las sociedades cotizadas y su impacto sobre las retribuciones de los consejeros ejecutivos. Se constata que teniendo en cuenta la baja presencia de mujeres en el consejo, su representación en la comisión de retribuciones es similar a la de los hombres. Además, su presencia y actividad en el consejo no influye en las retribuciones de los consejeros ejecutivos. Sin embargo, la estimación de un modelo de compensación con variables de control muestra que la retribución por consejero ejecutivo es menor cuando entre ellos se cuentan mujeres, hecho que ocurre en un número escaso de observaciones, por la baja presencia de consejeras ejecutivas.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo, Diversidad de género, Compensación de ejecutivos.

1. Introducción

Si bien la diversidad es valiosa en cualquier sentido, en juntas corporativas y recomendada por los códigos de buen gobierno, la diversidad de género está tomando una especial atención por la sociedad en general y en particular por académicos, reguladores y gurús de negocios (Martín-Ugedo y Mínguez-Vera, 2014).

Aunque en los últimos años hay una tendencia creciente en diversidad de género entre los miembros del consejo de administración, la mayoría de las juntas todavía están dominadas por hombres (Elstad y Ladegard, 2012). Hay varias razones que se aducen para explicar esta situación. Techo de cristal, ausencias relacionadas con la familia u otras externalidades son las explicaciones más comunes. Ello causa que haya un grupo menor de potenciales consejeras y a su vez repercute en la escasez de mujeres en estos órganos (Singh, Point, Moulin y Dávila, 2015; Terjesen, Aguilera y Lorenz, 2015).

El consejo de administración tiene varias responsabilidades, como establecer e implementar la estrategia, asesorar, supervisar a los gerentes ejecutivos, supervisar el cumplimiento de la ley y los reglamentos pertinentes, la comunicación con los accionistas, etc. La participación de las mujeres en los consejos de administración no se ve reflejada en resultados concluyentes, ya sea en el contexto nacional, en las economías en desarrollo o en las economías desarrolladas (Magda Bianco, Ciavarella y Signoretti, 2015; Marinova, Plantenga y Remery, 2015; Nekhili y Gatfaoui, 2013; Reguera-Alvarado, De Fuentes y Laffarga, 2017; Ruigrok, Peck y Tacheva, 2007; Saeed, Belghitar, y Yousaf, 2016; Wang y Kelan, 2013). Entre los efectos se contempla su contribución a los resultados financieros (Campbell y Mínguez-Vera, 2008; Reguera-Alvarado y cols., 2017), o su influencia en las prácticas de gobierno corporativo (Adams y Ferreira, 2009; Magda Bianco y cols., 2015) y en la responsabilidad social corporativa (Bear, Rahman y Post, 2010; Rao y Tilt, 2016).

Este trabajo muestra la relación entre los niveles de diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas en España y sus políticas de compensación de consejeros ejecutivos. Para ello se repasa la regulación y recomendaciones de gobierno corporativo

para entender la evolución y los niveles de diversidad de género observados en nuestro contexto institucional. Sigue la descripción de la participación de las mujeres en los órganos de administración y control de las sociedades cotizadas para, finalmente, relacionar las políticas de remuneración con la diversidad de género observada. El trabajo concluye con la interpretación de los resultados y valora la influencia de la presencia de las mujeres en los consejos, en las decisiones de remuneración, con el nivel de detalle de la información disponible.

2. Contexto institucional

La diversidad de género es un elemento importante en los códigos de buen gobierno de las sociedades. Estos códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo recogen un conjunto de recomendaciones acerca de los mecanismos de gobierno de las corporaciones que afectan a la participación de los accionistas, a la composición y funcionamiento de los órganos de administración, incluido el consejo de administración, así como aspectos que garanticen que los recursos invertidos por los accionistas tienen el adecuado retorno por parte de los administradores que los gestionan. Estos códigos, que han proliferado y están presentes en casi todos los países desarrollados, se rigen por el principio de *cumplir o explicar*. Se entienden como recomendaciones que no son de obligado cumplimiento, si bien su incumplimiento debe ser razonablemente explicado.

Dos son las tipologías de razones que justifican los reguladores para introducir la diversidad de género como un elemento importante en la composición recomendada de los consejos de administración: una es económico-financiera y la otra de índole ética.

Un consejo de administración que sea diverso permite un funcionamiento más eficiente, como muestran Mishra y Jhunjhunwala (2013), y a su vez brinda una mejor conexión de la empresa con la sociedad en sus actuaciones en materia de responsabilidad social corporativa (Harjoto, Laksmana y Lee, 2015). Simplificando, las funciones del consejo de administración se pueden resumir en dos: aconsejar a los ejecutivos de la empresa en su toma de decisiones y, por otro, controlar que sus decisiones y actuaciones sean en beneficio de los accionistas, y en un sentido más amplio, en beneficio de la sociedad. Dentro de la primera función destaca el establecimiento e implementación de la estrategia de la empresa, y la diversidad de composición de este órgano, entre la que se cuenta la diversidad de género, tiene un potencial impacto en los resultados económicos. En las funciones de control y supervisión, Hillman y Dalziel (2003) muestran que las contribuciones de un consejo de administración diverso en opiniones y juicios de valor, especialmente por el mayor foco de las mujeres sobre los detalles y menor aversión al riesgo, pueden mejorar el control de los ejecutivos.

Entre estas tareas de supervisión y control figura el nombramiento y la retribución de los ejecutivos y también del propio consejo. La tarea de fijar una política de retribución adecuada, recomiendan los códigos de buen gobierno, debería ser ejercida por la comisión de retribuciones que fija la política y cuantía de las retribuciones e incentivos a sus ejecutivos y consejeros.

El Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (en adelante Código unificado) fue aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en mayo de 2006, ha sido actualizado en febrero de 2015. Este código establece en su principio número 10 que *la política de selección de consejeros promoverá la diversidad de conocimientos, experiencias y género en su composición*. Este principio se recoge de la misma forma en la recomendación número 14. Además establece que *la política de selección de consejeros promueva el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo de administración*.

Un breve repaso a la realidad y las recomendaciones de los países europeos de nuestro entorno muestra que en el Reino Unido la proporción de mujeres en los consejos de administración subió notablemente después del Davies Report de 2011, que perseguía el objetivo del 25% de mujeres en los consejos de las empresas del índice FTSE 100. Después de conseguir este objetivo, se fijó el 33% para 2020 entre las 350 mayores compañías (Grant Thornton, 2015). En Italia, el código de 2015 también realiza recomendaciones de diversidad de género, pero sin establecer un porcentaje específico. El código belga de 2009, de forma similar fija recomendaciones sobre diversidad a todos los niveles de la jerar-

quía. El código de 2010 en Francia establecía un objetivo del 40% de mujeres en los consejos en un periodo de seis años. También especifica que cuando el consejo cuenta con menos de nueve miembros, la diferencia de género puede ser de dos a lo sumo. En Alemania, con un consejo de administración y un consejo de supervisión, en su última modificación del código de 2017 también se especifica una composición con habilidades y experiencias diversas, entre las que incluye una *adecuada* proporción de mujeres.

Mención específica requiere el caso de Noruega, primer país que fijó de forma obligatoria en 2003 que la proporción de mujeres en los consejos de administración de las PLC (Public Limited Liability Companies), que pueden ser cotizadas o no, fuera del 40% a partir del 2008 cuando estas contasen con más de 10 miembros en el consejo. Para tamaños inferiores (9 miembros) el número de mujeres debe ser de 4, de 3 cuando el tamaño es de 6 a 8 miembros y de 2 para consejos con 4 o 5 miembros. Este desglose es relevante, pues como menciona Strom (2018), el tamaño más frecuente en Noruega es de 5 miembros. Esta proporción del 40% se consiguió en 2009, quedando estancada en el 40% estrictamente desde entonces. Sin embargo, el número global de mujeres en los consejos de administración de las PLC ha decaído desde aproximadamente 900 en 2008 hasta 500 en 2016. Ello es fruto de una paulatina disminución del número de PLC, desde 631 en 2002 hasta 226 en 2016, transformándose en LTD, una forma societaria que tiene menos requisitos de información y transparencia y que no está sujeta a las mencionadas cuotas. Bohren and Staubo (2014) y Strom (2018) concluyen que es una reforma fallida, especialmente cuando los países escandinavos del entorno han conseguido proporciones superiores al 30% de mujeres en sus consejos de administración, manteniendo un creciente número de PLC, sin una normativa de obligado cumplimiento.

3. La diversidad de género y la comisión de retribuciones

Los datos del último informe de gobierno corporativo (2016) de la CNMV indican que el porcentaje de mujeres en los consejos de administración de las sociedades cotizadas en España es del 16,6%, sobre el total de consejeros. El cuadro 1 muestra cómo entre las consejeras

Cuadro 1
Presencia de mujeres en los consejos de administración
(En porcentaje sobre mujeres)

Años	Sobre consejeros	Ejecutivos	Independientes	Dominicales
2004	3,8%	14,3%	30,6%	55,1%
2005	4,2%	11,1%	33,3%	55,6%
2006	6,1%	13,1%	27,4%	57,1%
2007	7,1%	9,6%	31,7%	53,8%
2008	7,9%	6,1%	40,9%	48,7%
2009	9,1%	5,6%	46,8%	45,2%
2010	9,3%	6,5%	52,4%	37,9%
2011	9,7%	6,3%	53,5%	37,0%
2012	10,3%	7,8%	52,7%	35,7%
2013	12,0%	7,6%	51,0%	38,6%
2014	13,5%	6,6%	53,7%	30,6%
2015	15,6%	4,4%	51,9%	34,2%
2016	16,6%	4,5%	51,8%	29,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

Cuadro 2
Presencia y cargos de mujeres en la comisión de retribuciones

	Comisión de retribuciones			
	Miembros	Presidencia	Vicepresidencia	Secretaría
Hombres	29,8%	8,1%	0,2%	1,7%
Mujeres	31,7%	5,6%	0,0%	1,4%
Total	30,0%	7,9%	0,2%	1,6%
t-test	-1,18	2,66***	1,31*	0,55

Datos agregados para el periodo 2004-2012. Porcentaje de hombres (mujeres) del total de consejeros de toda la muestra que son miembros de la comisión de retribuciones, que la presiden, que ostentan el cargo de presidente, y que ocupan cargos relevantes como la vicepresidencia o secretaría de dicha comisión.
Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

un 51,8% ejercen como independientes, cuando el valor medio para todas las sociedades cotizadas, contando hombres y mujeres, es del 41,7% en este mismo año.

Que la mayoría de las mujeres ocupen posiciones como consejeras independientes tiene importancia en la medida que las recomendaciones de buen gobierno fijan que la comisión de retribuciones no cuente con consejeros ejecutivos, y que predominen los consejeros independientes. El cuadro 2 muestra cómo la proporción de mujeres en dicha comisión es relativamente superior a la de hombres, siempre calculando sobre el total de cada uno de los dos grupos, aunque esta diferencia no es significativamente distinta de cero. Sin embargo, en las posiciones de presidencia de la comisión de retribuciones la proporción de mujeres, en relación al número de mujeres consejeras, es significativamente menor que la proporción entre los hombres.

Estos datos descriptivos del cuadro 2 no recogen las particularidades de las empresas que afectan a la estructura de la comisión de retribuciones. Efectivamente, es posi-

Cuadro 3
Modelos *Logit* de mujeres en la comisión de retribuciones

	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)
	Miembros de la comisión	Cargos en la comisión	Presidente de la comisión
Número de consejeros mujer	-0,069***	-0,088***	-0,091***
	(-5,550)	(-6,527)	(-28,884)
	0,003	-0,416	-0,444
	(0,022)	(-1,627)	(-1,626)
Observaciones	11.191	11.191	11.191
Efectos fijos industria	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos año	Sí	Sí	Sí
Chi2	118.101***	136.667***	1284.833***

Datos agregados para el periodo 2004-2012. Modelos *Logit* estimados con errores estándar robustos (Huber-White) considerando solo las empresas que cuentan con comisión de retribuciones. Las variables de control son el número de consejeros que forman parte del consejo, efectos fijos de industria y efectos fijos anuales. Constante omitida.
Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

ble que la probabilidad de formar parte de la misma sea mayor cuando el tamaño del consejo es menor, o que haya ciertos sectores industriales en los que sea más probable una determinada estructura o que haya cambios a lo largo del tiempo que justifiquen la composición observada. Para controlar por estos efectos, el modelo logit del cuadro 3 establece que la variable a explicar toma valor 1 en caso de que el consejero sea miembro de la comisión de retribuciones (modelo 1), que ocupe cargo en esta comisión (modelo 2), o que ocupe el cargo de presidente en esta comisión (modelo 3).

Los resultados del cuadro 3 constatan que cuando corregimos por sector industrial, por año y por el tamaño del consejo no hay discriminación ni positiva ni negativa en la participación de las mujeres en la comisión de retribuciones, ni en ocupar alguno de sus cargos.

4. Diversidad de género y retribuciones de ejecutivos

Los datos descriptivos de la composición muestran una escasa diversidad de género, tanto en el consejo como en la comisión de retribuciones, aunque también constatan la presencia de mujeres en su condición de consejeras independientes. Estas consejeras tienen la misma probabilidad de pertenecer a la comisión de retribuciones o de ocupar un cargo en ella que los hombres (cuadro 3). Si la comisión de retribuciones es relevante en la fijación de la compensación de los ejecutivos, especialmente los consejeros ejecutivos, surgen varias preguntas: ¿Tiene alguna influencia o sesgo en la retribución de los consejeros ejecutivos una composición del consejo de administración con diversidad de género? ¿Tiene algún impacto en la retribución observada de los consejeros ejecutivos la participación de las mujeres en la comisión que fija la política de retribución? ¿Existen diferencias significativas en la retribución de los consejeros ejecutivos cuando entre ellos figuran mujeres?

En el cuadro 4 se observa que la presencia de mujeres en el consejo y ocupando diferentes cargos está relacionada con diferencias significativas en la remuneración media de los consejeros ejecutivos. En este cuadro, siempre que se detectan diferencias significativas, la remuneración de los ejecutivos es mayor cuando hay mujeres, incluso si son consejeras ejecutivas. Esto último podría indicar que estas reciben mayor compensación que los consejeros ejecutivos hombres.

El cuadro 5 pone de manifiesto el escaso número de mujeres ejecutivas en el consejo, generalmente afectando a menos del 10% de las empresas, y que en muchos casos sirven en empresas de alta capitalización. En consecuencia, los resultados apuntados en el cuadro 4 pueden estar sesgados por el tamaño de las empresas en las que las consejeras ejecutivas operan. Los datos más recientes para 2016 muestran que la retribución media por consejero ejecutivo en las sociedades del Ibex es de 2.725 miles de euros, mientras que para el resto de sociedades esta cifra es de 624 miles de euros. Para valorar la influencia de la presencia de mujeres en el consejo de administración y en la comisión de retribu-

Cuadro 4

Remuneración individual media de los consejeros ejecutivos con y sin mujeres en determinadas posiciones

Retribución media por consejero ejecutivo en miles de euros

	No	Sí	Test t diferencia de medias
Diversidad de genero en el consejo	881,19	1.525,21	-4,62***
Consejeras ejecutivas en el consejo	1.144,56	2.479,89	-4,95***
Diversidad de género en la comisión de retribuciones	1.137,47	1.599,45	-2,74***
Mujeres con cargo en la comisión de retribuciones	1.242,79	1.178,97	0,22

Datos agregados para el periodo 2004-2012. Miles de euros de remuneración individual media de los consejeros ejecutivos en función de la presencia de mujeres en determinadas posiciones, y contraste de diferencia de medias. Remuneración media total de 1.238,90 miles de euros.
Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

Cuadro 5
Número de consejeras ejecutivas y proporción de empresas en las que ejercen

	Consejeras ejecutivas	
Ejercicio	#	% Empresas
2004	6	6,1%
2005	6	5,9%
2006	7	7,1%
2007	7	7,1%
2008	7	6,2%
2009	7	6,5%
2010	8	7,5%
2011	8	8,1%
2012	9	9,2%
2013	12	10,3%
2014	12	10,7%
2015	9	7,7%
2016	10	8,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

ciones sobre la remuneración de los consejeros ejecutivos se hace imprescindible un análisis de regresión más complejo, que controle aquellos factores que explican la retribución observada.

Los resultados del cuadro 6 muestran la estimación de modelos de panel con efectos fijos de empresa para explicar la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos. La estructura de las variables de control propuestas sigue a Core, Holthausen y Larcker (1999), con tamaño, el desempeño reciente y el riesgo como los determinantes económicos de la compensación en función de las características de la empresa (ver también Aggarwal y Samwick, 1999, y Lambert y Larcker, 1987).

La variable a explicar en el cuadro 6 es el logaritmo de la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos. Como aproximación de los determinantes de esta remuneración se consideran, para el tamaño de la empresa, su capitalización bursátil; para los resultados económicos de la empresa, la rentabilidad anual de las acciones en el último ejercicio, y para el riesgo, la desviación estándar de la rentabilidad mensual de las acciones de la empresa para el ejercicio anterior. También se incluyen efectos fijos temporales y además se considera que un consejo con miembros demasiado ocupados (que están en tres o más consejos de administración) no realiza correctamente las labores de supervisión del consejo, y por tanto que la remuneración de los ejecutivos será mayor. Para este último efecto, la literatura considera el porcentaje de consejeros ocupados como una aproximación adecuada.

En el cuadro 6 se estiman varios modelos utilizando diferentes medidas de la actividad de las mujeres en el consejo. El primer modelo considera el porcentaje de mujeres en el consejo. El resto de modelos miden la actividad de la diversidad de género mediante variables dicotómicas. En el segundo modelo, la variable binaria detecta la presencia de mujeres en el consejo; en el tercero, la presencia de consejeras ejecutivas. En los dos últimos modelos se detecta la presencia de mujeres en la comisión de retribuciones del consejo y ocupando algún cargo en esta comisión respectivamente. El número de observaciones es inferior dado que no todas las empresas tienen esta comisión.

Los resultados del cuadro 6 están en línea con los modelos contrastados en otros entornos económicos. El tamaño de la empresa se convierte en la variable significativa de mayor impacto que explica las diferencias de remuneración entre empresas. Tampoco extraña la falta de significación del rendimiento bursátil, corroborando resultados anteriores de carencia de vínculos entre remuneración y rendimiento. Las variables de control relacionadas con la volatilidad de los resultados o de participación en múltiples consejos tampoco explican la remuneración de los consejeros ejecutivos. Cabe destacar el tercer modelo, donde el coeficiente que detecta la presencia de consejeras ejecutivas es negativo y significativo. Es decir, la presencia de consejeras ejecutivas reduce la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos. Este resultado implicaría aceptar que las consejeras están menos retribuidas cuando forman parte del grupo de consejeros ejecutivos (entre 2 y 3 por empresa). Esta interpretación es contraria a lo que sugiere el cuadro 4, cuando no se utilizan variables de control. La concentración de mujeres ejecutivas en las empresas grandes y la mayor

Cuadro 6
Remuneración media individual de los consejeros ejecutivos con variables de control

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Porcentaje de mujeres	0,544 (1,132)				
Diversidad de genero (1/0)		-0,031 (-0,373)			
Consejeras ejecutivas (1/0)			-0,394** (-2,114)		
Diversidad de género en CR (1/0)				0,075 (0,988)	
Mujeres con cargo en CR (1/0)					0,125 (1,010)
Log (capitalización)	0,140*** (2,854)	0,147*** (3,076)	0,153*** (3,298)	0,155*** (2,864)	0,159*** (3,004)
Rentabilidad acciones$_{t-1}$	-0,061 (-1,021)	-0,058 (-0,990)	-0,064 (-1,077)	-0,052 (-0,777)	-0,051 (-0,752)
Dev. Est$_{t-1}$	0,267 (0,594)	0,227 (0,511)	0,237 (0,544)	0,129 (0,275)	0,102 (0,220)
Porcentaje de ocupados	-0,148 (-0,532)	-0,189 (-0,667)	-0,123 (-0,439)	-0,139 (-0,431)	-0,131 (-0,405)
Observaciones	920	920	920	852	852
Efectos fijos empresa	Sí	SÍ	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos anuales	Sí	SÍ	Sí	Sí	Sí
R^2	0,121	0,119	0,128	0,106	0,106

Datos agregados para el periodo 2004-2012. Modelos de panel con efectos fijos de empresa y errores estándar robustos (Huber-White). La variable dependiente es el logaritmo de la retribución media individual de los consejeros ejecutivos de cada empresa. Las variables explicativas son el logaritmo de la capitalización bursátil, la rentabilidad anual pasada de las acciones de la empresa, la desviación estándar de la rentabilidad mensual del ejercicio anterior, el porcentaje de consejeros ocupados (con posiciones en tres o más consejos de administración). Las variables de presencia de mujeres en el consejo son el porcentaje de mujeres en el consejo y una serie de variables ficticias que detectan su presencia, en el consejo, en el consejo como consejeras ejecutivas, en la comisión de retribuciones y en esta comisión ocupando un cargo. Constante omitida.
Fuente: Elaboración propia a partir de los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo), de las sociedades cotizadas, depositados en la CNMV.

remuneración que se da en estas empresas explican los resultados del cuadro 4. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el cuadro 5 muestra que hay consejeras ejecutivas en menos de diez empresas, lo que implica que estos resultados deben interpretarse con cautela.

En cuanto a la influencia de las mujeres en las labores de control del consejo de administración, se observa cómo la presencia de mujeres no afecta a esta tarea, que no mejora ni empeora. La presencia de mujeres en el consejo, incluso en la comisión de retribuciones, no afecta a la retribución de los consejeros ejecutivos.

5. Conclusiones

La diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas en España es escasa todavía y por debajo de los niveles de los países más septentrionales. Sin embargo, las proporciones de mujeres en los consejos de administración sobrepasan ya el 15% y con una trayectoria ascendente, en parte debido al cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno corporativo.

Para analizar el impacto de la diversidad de género sobre la retribución de los ejecutivos se analiza la partici-

pación de las mujeres en la comisión de retribuciones. Los datos descriptivos muestran que estas ocupan cargos en la comisión de retribuciones en una proporción menor a su participación en los consejos y que cuando forman parte de las comisiones hay una mayor retribución de los consejeros ejecutivos. El estudio revela que estas correlaciones simples carecen de significación cuando se corrigen las estimaciones con las variables de control adecuadas. La estimación de un modelo *logit* que explica las posiciones en el consejo y en la comisión de retribuciones muestra que no hay diferencias de tratamiento entre consejeras y consejeros. Además, el modelo que explica la compensación observada de los consejeros ejecutivos no es sensible a la diversidad de género en el consejo ni en la comisión de retribuciones. Sin embargo, cuando la diversidad de género se da entre consejeros ejecutivos, la retribución media individual de estos disminuye, pudiéndose interpretar como una menor compensación cuando entre los ejecutivos se encuentran mujeres.

BIBLIOGRAFÍA

Adams, R. B., y Ferreira, D. (2009), «Women in the boardroom and their impact on governance and performance», *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.

Aggarwal, Rajesh K. y Samwick, Andrew A. (1999), «The Other Side of the Trade-Off: The Impactof Risk on Executive Compensation», *Journal of Political Economy* 107 (February 1999):65-105.

Bear, S.; Rahman, N. y Post, C. (2010), «The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation», *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.

Bianco, M.; Ciavarella, A. y Signoretti, R. (2015), «Women on corporate boards in Italy: The role of family connections», *Corporate Governance* (Oxford), 23(2), 129-144.

Bohren y S. Staubo (2014), «Does mandatory gender balance work? Theeffect of mandatory gender balance in the boardroom», *Journal of Corporate Finance*, 28, 152-168.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2016), *Good Governance Codeof Listed Companies*.

Elstad, B. y Ladegard, G. (2012), «Women on corporate boards: Key influencers or tokens?», *Journal of Management and Governance*, 16(4), 595-615.

Grant Thornton global governance report 2015. Corporate governance the tone from the top. May 26th, 2016.

Harjoto, M.; Laksmana, I., y Lee, R. (2015), «Board Diversity and Corporate Social Responsibility», *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641–660

Hillman, A. J. y Dalziel, T. (2003), «Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives», *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.

Lambert, R. y Larcker, D. (1987), «An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts», *Journal of Accounting Research*, 25:85-129.

Martín-Ugedo, J. F. y Minguez-Vera, A. (2014), «Firm Performance and Women on The Board: Evidence From Spanish Small and Medium-Sized Enterprises», *Feminist Economics*, 20(3), 136-162.

Mishra, R. K. y Jhunjhunwala, S. (2013), Diversity and the Effective Corporate Board, Burlington: Academic Press.

Rao, K. y Tilt, C. (2016), «Board Composition and Corporate Socialesponsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making», *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347.

Reguera-Alvarado, N.; De Fuentes, P. y Laffarga, J. (2017), «Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain», *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337-350.

Ruigrok, W.; Peck, S. y Tacheva, S. (2007), «Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards», *Corporate Governance*, 15(4), 546-557.

Saeed, A.; Belghitar, Y. y Yousaf, A. (2016), «Firm-level determinants ofgender diversity in the boardrooms: Evidence from some emerging markets», *International Business Review*, 25(5), 1076-1088.

Singh, V.; Point, S.; Moulin, Y. y Davila, A. (2015), «Legitimacy profiles of women directors on top French company boards», *Journal of Management Development*, 34(7), 803-820.

Strom, R. (2018), *The Norwegian Gender Balance Law. A reform that failed?,* Mimeo.

Terjesen, Siri Ruth V. Aguilera y Ruth Lorenz (2015); «Legislating a Woman's Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors», *Journal of Business Ethics*, 128 (2):233-251.

Terjesen, S.; Sealy, R. y Singh, V. (2009), «Women directors on corporate boards: A review and research agenda», *Corporate Governance*, 17(3), 320-337.

Wang, M. y Kelan, E. (2013), «The Gender Quota and Female Leadership: Effects of the Norwegian Gender Quota on Board Chairs and CEOs», *Journal of Business Ethics*, 117(3), 449-466.

Colegio de Economistas de Madrid

Pero, ¿aún no conoces nuestro programa de beneficios?
Estas son algunas de las ventajas que te estás perdiendo(*):

En **MOTOR** (con descuentos entre un 2% y un 30%, además de atención personalizada):

Audi · BMW · Lexus · Volvo · Volkswagen · Mazda · Toyota · Honda · Kia · Mini · Nissan · Opel · Peugeot · Renault ...

En **CARBURANTE** y **SERVICIOS** al **AUTOMOVILISTA**:

CEPSA — *Con descuento de hasta 7,5 céntimos/litro (acumulable a otros descuentos)*

ADA — *10% dto. Ada mantenimiento*

En **VIAJES** y **HOTELES** (con descuentos entre un 5% y un 15%, además de otras ventajas):

Viajes El Corte Inglés · globalia corporate travel · pullmantur · Iberostar Hotels & Resorts · Meliá Hotels International · Eurostars Hotels · Hospes Hotels · NH Hoteles · Petit Palace Hoteles · Iberia ...

En **FORMACIÓN** (con descuentos en estudios de Grado y Postgrado entre un 10% y un 20%):

EOI Escuela de organización industrial · ESIC Business & Marketing School · Universidad Camilo José Cela · Universidad Europea de Madrid Laureate International Universities · Universidad Francisco de Vitoria UFV Madrid · Universidad Nebrija · Universidad Internacional de La Rioja unir ...

En **SEGUROS** (Vida, Salud, RC, ...) y **PRODUCTOS FINANCIEROS** (Cuentas de ahorro, Financiación,...):

Adeslas SegurCaixa · AXA · MAPFRE · Ges Seguros · BancSabadell · Popular ...

En **OCIO** y **RESTAURACIÓN** (Museos, Restaurantes, Espectáculos, Actividades deportivas,...):

Fundación Amigos Museo del Prado · Madrid Snowzone 365 días de nieve · Club las Encinas de Boadilla · La Estación Gran Teatro Príncipe Pío · CLUBKVIAR · Fundación Amigos del Teatro Real ...

En **SALUD** y **BIENESTAR** (Oftalmología, Odontología, Psicología, Fisioterapia,...):

Alares Expertos en Asistencia Personal y Familiar · Beiter Fisioterapeutas · CentroTAP Tratamiento Avanzado Psicológico · Novovisión Clínica oftalmológica · Yoga Center · Orpea ...

En **RECURSOS** y **PUBLICACIONES** (Centros de Negocio, Sofware empresarial, Suscripciones,...)

¡Aprovéchalos y disfruta de una "cuota colegial cero"!

(*) ***Para consultar estos y otros descuentos***, *debes acceder al apartado de "Servicios del Colegio" de nuestra página web.*

El gobierno corporativo en entidades bancarias: mejoras derivadas de las reformas legislativas

María Sacristán-Navarro
Universidad Rey Juan Carlos

Silvia Gómez-Ansón
Universidad de Oviedo

RESUMEN

El objetivo del artículo es revisar los cambios, principalmente de carácter normativo, que han tenido lugar en el gobierno corporativo de las entidades bancarias españolas. En la última década, los cambios en lo que se ha denominado el gobierno interno de las entidades bancarias han venido determinados principalmente por la promulgación y/o revisión de códigos de buen gobierno, tanto de carácter general a nivel internacional, como nacional, como específicos para las entidades del sector bancario, así como por la aprobación de directivas (y de directrices) a nivel europeo, y posteriormente a nivel nacional, referidas a los órganos de dirección, características, comités, idoneidad y remuneración del consejo y de los consejeros de las entidades bancarias. Esta regulación ha determinado los aspectos del gobierno de las entidades bancarias y su supervisión con el objetivo de tratar de evitar que los fallos que han estado en el origen de la crisis financiera reciente vuelvan a repetirse. El poco tiempo transcurrido no permite hacer un análisis sobre la efectividad de las reformas emprendidas, si bien es cierto que lo que no puede dudarse es que el gobierno interno de los bancos se ha convertido en una cuestión primordial para los supervisores.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo, Entidades bancarias, Crisis económica, Códigos de buen gobierno, Regulación.

1. Introducción

El sistema bancario español ha sido objeto de una profunda reestructuración en los últimos años tras la crisis financiera y económica comenzada en 2007 y los problemas que han salido a la luz sobre su gestión (problemas que, en el caso de las cajas de ahorros, también han estado unidos a la politización de sus órganos de gobierno). La crisis financiera ha puesto de manifiesto prácticas no adecuadas de gobierno de las entidades bancarias y de una no adecuada gestión del riesgo por parte de las mismas. Si bien no todas las entidades del sector bancario se han comportado de la misma manera, en los últimos años el sector bancario ha sido noticia por los escándalos causados por las elevadas e inadecuadas remuneraciones de algunos directivos, por la falta de idoneidad de algunos directivos para el cargo que ostentaban, por inversiones no maximizadoras de valor, una elevada exposición al sector inmobiliario y elevadas tasas de morosidad, lo que unido a un impacto muy fuerte de la evolución tecnológica ha influido sin duda en la rentabilidad, provocando la necesidad de rescate y colapso en algunos casos de entidades bancarias y produciendo un problema de confianza en el sistema bancario en su conjunto. Más allá de las especificidades propias de la crisis en España, la crisis financiera que comenzó tras el colapso de Lehman Brothers ha resultado ser la peor crisis financiera de la posguerra, y ha conllevado una crisis de confianza a nivel global en el sistema bancario y el sistema financiero. Esta crisis de confianza en la banca y el sistema financiero se acrecentó posteriormente con escándalos como los del LIBOR y EURIBOR que pusieron de manifiesto no solo la inadecuada gestión de riesgos por parte del sistema bancario que había revelado la crisis comenzada en 2007, sino comportamientos deshonestos por parte de actores del sector a nivel mundial.

No se puede obviar que, si bien el negocio bancario y los riesgos que implica es complejo, parte de los problemas asociados a una asunción excesiva de riesgos por parte de las entidades bancarias y de algunos comportamientos no éticos, se hubieran evitado si los mecanismos internos de gobierno de las entidades, en particular el consejo de administración como mecanismo supervisor último de las actuaciones gerenciales, hubiesen supervisado adecuadamente la gestión de las entidades, y muy especialmente la gestión de riesgos. Así pues, como ya señalaba el Informe Larosiere (2009), el gobierno corporativo fue una de las razones más importantes que explicarían la crisis financiera, opinión también compartida por la OCDE (2009) cuando afirmaba que *la crisis financiera se puede atribuir en gran medida a fallos y debilidades en las estructuras de gobierno corporativo*. En el mismo sentido se pronuncia, por ejemplo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) al afirmar que las *debilidades en los mecanismos de gobierno corporativo y tomar riesgos de forma imprudente en el sector bancario* están en el origen de la crisis financiera.

En este contexto, dada la importancia del sector bancario en la economía, un gobierno corporativo eficiente que permitiese restaurar la confianza de los inversores y de la sociedad en general en el sistema bancario y salvaguardar su solvencia se convirtió desde el comienzo de la crisis en una prioridad a nivel internacional, prioridad que se ha mantenido e incluso si cabe acrecentado desde entonces (1).

Posteriormente, la Comisión Europea aprobó la Directiva 2013/36/EU. La normativa europea fue transpuesta en el ordenamiento español en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito; el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, y la Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013. El Real Decreto 256/2013, de 12 de abril, por el que se incorporan a la normativa de las entidades de crédito los criterios de la EBA sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración o la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, que dedica especial atención al gobierno corporativo de estas entidades. Por otra parte, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Todas ellas han constituido los principales cambios normativos impulsores del nuevo escenario de gobierno corporativo.

Todas estas normativas, enmarcadas en un entorno general más predispuesto que antes de la crisis a legislar aspectos del gobierno empresarial que previamente eran considerados objeto de autorregulación y *soft-laws* como son los códigos de buen gobierno, revelan una elevada presión regulatoria en el ámbito del gobierno interno de las entidades de crédito, presión regulatoria, que continúa hasta nuestros días [como muestra, por ejemplo, la reciente revisión por parte de la EBA de los Principios sobre Gobierno Corporativo de Bancos, revisión que entrará en vigor el 30 de junio de 2018 (2) y la revisión por parte de la EBA y ESMA de los principios sobre la evaluación de la idoneidad de los miembros de los órganos directivos que también entrará en vigor el 30 de junio de 2018 (3)]. No cabe duda de que la regulación en este ámbito ha influido de manera significativa en el gobierno interno de las entidades de crédito, promoviendo una mayor transparencia, cambios en la composición, funcionamiento y actividad del consejo y de sus comisiones, así como una mayor exigencia en lo relativo a la idoneidad de sus administradores y directivos. El objetivo de la regulación es claro y loable: tratar de evitar que situaciones como las vividas se repitan por fallos en el gobierno interno de las entidades, si bien no podemos olvidar que, como señalan Carbó y Rodríguez (2018), esta presión regulatoria se caracteriza por una *abundancia y exceso de celo en la burocratización de procedimientos,* lo que previsiblemente impondrá dificultades importantes para desarrollar la actividad financiera.

En este contexto, el trabajo que nos ocupa pretende revisar los cambios normativos en el gobierno corporativo de las entidades bancarias analizando fundamentalmente sus mecanismos internos (consejo de administración). Como paso previo, revisaremos las especificidades o características tradicionales del gobierno corporativo en las entidades financieras y su

contexto regulatorio, para pasar posteriormente a analizar los principales rasgos del actual gobierno corporativo y presentar conclusiones.

2. Gobierno corporativo en entidades bancarias. Especificidades

El gobierno corporativo trata de aunar los intereses divergentes de las partes: accionistas y directivos. En este sentido, Sheifler y Vishny (1997, pág. 737) definieron el gobierno corporativo como las formas en las que los prestatarios de fondos a las corporaciones se aseguran ellos mismos, a través de una serie de mecanismos, un rendimiento o rentabilidad a su inversión. Estos mecanismos son clasificados tradicionalmente como internos (incentivos de remuneración con participación en capital, estructuras de control como el control por parte de accionistas mayoritarios, el control del consejo de administración) y externos (el mercado de control corporativo, la competencia del mercado o en mercado de trabajo de directivos).

El entorno institucional varía país a país (Bukart y Panunzi, 2006; La Porta y cols., 1999), afectando a su vez a las características de gobierno corporativo. Así encontramos el modelo anglosajón (más orientado al mercado, con un mayor desarrollo de los mecanismos externos) o el continental (más orientado a los *stakeholders*, con un papel más protagonista de la banca en los mercados y con mayores concentraciones en la propiedad). España, pertenece a este último, si bien se encuentra en una posición algo híbrida entre los dos (Gutiérrez y Surroca, 2014). En este contexto institucional, el sistema bancario es clave, existe una menor protección legal a los inversores y una mayor concentración de propiedad, estando más presente el problema de agencia denominado tipo II entre accionistas mayoritarios y minoritarios, que no el problema clásico de agencia, o problema tipo I, descrito por Jensen y Meckling (1976), entre accionistas y directivos.

Además, no podemos olvidar que la actividad bancaria es una actividad muy compleja con múltiples *stakeholders* y que evoluciona rápidamente (Van der Elst, 2015), y como consecuencia de las características específicas del sector bancario, como ha señalado la Comisión Europea (2010), el gobierno interno de las instituciones financieras no puede reducirse a un simple problema de conflictos de interés entre accionistas y directivos en un contexto de separación de propiedad y control. Desde el punto de vista de gobierno corporativo, las entidades financieras difieren de las empresas no financieras, por el nivel de opacidad y de complejidad del negocio bancario, por el elevado número de *stakeholders* (inversores, reguladores, depositantes, etc.) (García-Cestona y Sagarra, 2014), lo cual añade complejidad al gobierno de estas entidades. Otros estudios sobre el gobierno corporativo de los bancos señalan el hecho de que los proveedores de recursos financieros no son los accionistas sino los depositantes y que el elevado ratio de endeudamiento las expone a un mayor riesgo de insolvencia (Azofra y Santamaría, 2011). Y es que las entidades financieras presentan características especiales (elevado apalancamiento, gran cantidad de depositantes, ser grandes acreedores, su importancia sistémica y estar sujetas a un elevado grado de regulación) que pueden intensificar los problemas de agencia y limitar la efectividad del control corporativo (Laeven, 2013). Estas especificidades de las entidades financieras han dado lugar, por ejemplo, a códigos de buen gobierno específicos para entidades bancarias y/o financieras, como los Principios de Buen Gobierno Corporativo publicados por primera vez en 1999 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBS), o códigos publicados por bancos centrales como el irlandés en 2010 (revisado en 2015), o por asociaciones bancarias como la holandesa (4) en 2009, entre otros, así como a legislación específica, también en materia de gobierno corporativo, para las entidades financieras, a la que nos referiremos más adelante.

Las especificidades de las entidades financieras también han determinado que frecuentemente los estudios sobre gobierno corporativo se centren en las entidades no financieras, existiendo menos trabajos que analizan el gobierno corporativo de las entidades financieras. Y es que, como ya reconocían Azofra y Santamaría en 2011 (pág. 1), *la investigación en el gobierno corporativo del sector financiero siempre ha ido un paso detrás de la investigación sobre las empresas no financieras. Sin embargo, este desfase contrasta con el papel tan importante que dichas entidades poseen en la economía.*

Merece la pena, sin embargo, analizar algunos trabajos relativos al gobierno de las empresas financieras en el caso español. Sin ánimo de ser exhaustivos, nos referiremos a estudios que describen el grado de cumplimiento de las entidades financieras con las recomendaciones de los códigos de buen gobierno (por referirse estos trabajos al cumplimiento de normativa si bien *soft-law* al referirse a códigos) y que describen las características del gobierno de los bancos y/o relacionan el capital humano y la politización de las entidades como factores que afectan al gobierno corporativo y, por ende, a sus resultados (y por haber sido estos aspectos objeto de regulación). Por lo que se refiere al cumplimiento de las recomendaciones voluntarias de códigos de buen gobierno, por ejemplo, estudios como el de Crespí y Pascual (2009) para periodos anteriores a las reformas normativas, como el periodo 2004-2007, ponen de manifiesto el alto grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado entre las sociedades españolas cotizadas en general y, en especial, entre los bancos, que presentan un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones del código. Por su parte, el trabajo de Stein y cols. (2012) analiza el gobierno corporativo de las mayores entidades bancarias españolas, diferenciando dos modos de gobierno en nuestras entidades: por un lado, el grupo formado por el Banco de Santander y BBVA, más próximos en su concepción de gobierno corporativo al comportamiento de los bancos americanos o británicos, con pequeñas concentraciones accionariales, un gran *free float* y la gran presencia de inversores institucionales, consejos con más consejeros independientes que la media y una baja proporción de consejeros dominicales, y, por otro, el resto de entidades que siguen un modelo más europeo con estructuras de propiedad más concentradas. Hay estudios que destacan la influencia positiva del conocimiento en el sector bancario y la experiencia de los presidentes de las entidades sobre sus resultados, es decir, señalan la importancia del capital humano en la gestión bancaria (Cuñat y Garicano, 2010; García-Cestona y Sagarra, 2014). Y no solo la experiencia profesional previa parece ser importante, sino también la formación previa. En este sentido, por ejemplo, Cuñat y Garicano (2010) sostienen que es más probable que una caja de ahorros dirigida por una persona con una educación de posgrado, con experiencia bancaria previa y sin cargo político anterior, presente una proporción significativamente menor de créditos al sector inmobiliario sobre el crédito total concedido, una mayor proporción de créditos a particulares, una menor tasa de morosidad y una menor rebaja de su calificación crediticia. Por el otro lado, De Andrés y cols. (2018) estudian los consejos de administración de las cajas de ahorros identificando cuatro tipos de consejos de administración según el nivel político y la experiencia financiera de sus miembros. Sus resultados ponen de manifiesto que el modelo más común de comportamiento del consejo de las cajas de ahorros consiste en tener una baja acumulación de expertos financieros con un alto grado de politización, demostrando que las cajas con mayor solvencia son las que han mantenido su independencia y tienen consejeros con experiencia financiera y con un menor nivel de politización.

En conjunto, estos estudios tienden a apuntar en la dirección que indica Herrero (2015), antes de la crisis económica el gobierno corporativo de las entidades de crédito poseía algunos rasgos mejorables como los derivados del principio de voluntariedad de los códigos, la idoneidad de los administradores y directivos, la gestión y operatividad de los consejos de administración, la remuneración de los altos cargos y mejora en los mecanismos de detección del riesgo.

3. Cambios en el gobierno corporativo de las entidades de crédito españolas motivados por cambios en el contexto regulatorio

El sector bancario se ha visto inmerso en un profundo proceso de reestructuración que debemos tener presente para entender los cambios producidos. Así, a raíz del escenario de depresión económica vivida en España desde 2007, se ha realizado una profunda reestructuración del sistema financiero que ha derivado en una bancarización o transformación de las cajas de ahorros en entidades bancarias; lo que ha llevado a que las mejores cajas se hayan visto forzadas a transformarse en bancos comerciales, mientras que aquellas con mayores dificultades hayan sido absorbidas por sus rivales o rescatadas por el Gobierno; a la par que una disminución de la capacidad instalada en el sector ban-

cario, con una importante reducción tanto de oficinas y sucursales bancarias como de empleados. Si bien el sector de las cajas de ahorros ha sido, sin duda alguna, el que más ha protagonizado procesos de reestructuración de la banca española a raíz de la crisis financiera, los bancos, también se han visto afectados, en algunos casos seriamente, por la crisis, siendo el último caso la decisión de la Junta Única de Resolución de intervenir el Banco Popular en junio de 2017 (5).

La reestructuración que ha vivido el sector bancario ha venido acompañada de iniciativas legislativas en materia del gobierno interno de las entidades de crédito, iniciativas y cambios normativos que, sin duda, han modificado el gobierno de las entidades bancarias. La situación actual de gobierno corporativo de las entidades ha venido causada por la presión normativa (internacional y nacional) así como por las reformas de los códigos. Así, la reforma del Código de Buen Gobierno de 2015 a nivel español (Código de buen gobierno), o las mejoras introducidas bien por la legislación europea en 2015 (*Corporate Governance Principles for Banks*), son algunas de las principales iniciativas en este ámbito de la autorregulación impulsadas en los últimos años.

Tal y como hemos comentado en la introducción, la ineficacia de la autorregulación en materia de gobierno corporativo y el sistema basado en códigos de conducta voluntarios que siguen el principio *comply or explain* (cumplir o explicar) han producido un movimiento de reforma del gobierno corporativo a nivel europeo bajo la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, que en España (ver resumen en el cuadro 1) se ha manifestado a través de dos textos legales, uno de carácter específico, la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito (en adelante, la Ley 10/2014), y uno de carácter general, como es la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo (en adelante, la Ley de Sociedades de Capital).

La Directiva 2013/36/EU, que en su artículo 74 requiere a las instituciones financieras que se doten *de sólidos procedimientos de gobierno corporativo*, debe ser aplicada de forma homogénea por todas las entidades. Esta directiva fija criterios encaminados a asegurar la solvencia de las entidades de crédito pero también insta a las autoridades competentes a vigilar la idoneidad de los mecanismos internos de gobierno (artículo 54), sugiere la necesidad de limitar el número de cargos (artículo 58), destaca la importancia de la diversidad (artículo 60), así como buenas prácticas en materia de remuneración. Esta directiva también establecía en el artículo 75 que las autoridades competentes recabarán información en materia de remuneración y que la EBA publicaría directrices en materia de políticas de remuneración. Adicionalmente, el artículo 91 de dicha directiva se refiere a las características del órgano de dirección, al igual que el artículo 9 de la Directiva 2014/65/EU, otorgando a la EBA y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) la competencia para aprobar las directrices sobre los elementos a los que se refiere el artículo 91 de la directiva de 2013.

Todo ello queda recogido en las leyes españolas. Así, la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, establece que las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito se dotarán de *sólidos procedimientos de gobierno corporativo*, que incluirán una estructura organizativa clara con líneas de responsabilidad bien nítidas, transparentes y coherentes; procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén expuestas o puedan estarlo; mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables correctos, así como *políticas y prácticas de remuneración* que sean compatibles con una gestión adecuada y de riesgos que la promuevan. Estos sistemas, procedimientos y mecanismos deberán ser exhaustivos y proporcionados a la naturaleza, escala y complejidad de los riesgos inherentes al modelo empresarial y a las actividades de la entidad (Leyva, 2015). Además se incluyen en el capítulo cuarto cuestiones relacionadas con la idoneidad, compatibilidad y registro de altos cargos, se ha regulado lo relativo a la valoración de la idoneidad de los administradores y directivos en las entidades de crédito, tanto por parte de la entidad como del supervisor, en lo relativo al régimen de incompatibilidades y limitaciones de los altos cargos

Cuadro 1

Principales acontecimientos normativos relativos al gobierno corporativo que afectan al sector bancario

2007-2010	2013	2014	2015	2017
Marco europeo	**Directiva 2013/36/UE**	**Directiva 2014/65/EU**		Actualización de las *Guide lines on Internal Governance* tras su publicación original en 2011
Marco español	Actualización parcial del Código Unificado (CNMV) – Ley 26/2013 de cajas de ahorros y fundaciones bancarias (*)	– **Ley 10/2014 de 26 de junio** – Modificación de la Ley de sociedades de capital por la **Ley 31/2014 de 3 de diciembre**	Recomendaciones voluntarias: Código de Buen Gobierno (CNMV)	
Contenido	Estructura, organización interna de las cajas, solvencia y supervisión, obra social	– Comisiones y comités especializados (Nombramientos y retribuciones presididas por independientes e integradas por no ejecutivos; Auditoría compuesta por no ejecutivos) – Mayor control en la comunicación de los riesgos – Mayor transparencia en la comunicación sobre gobierno corporativo – Idoneidad de los administradores y directivos (mayor supervisión por la entidad y el regulador). Incompatibilidades – Política de remuneraciones alineada con los riesgos de la entidad – Informe sobre remuneración de consejeros		– Mayor énfasis en las responsabilidades y obligaciones del cuerpo directivo, así como en el papel de los comités, cultura de riesgos, políticas de gobierno interno

(*) En la ley se regulan cuestiones como la fijación de la estructura, organización interna de las cajas, o aspectos fundamentales de su actividad. También incluye lo referente a su solvencia y la supervisión. Además, se rigen por lo dispuesto en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, y demás normas del ordenamiento jurídico privado. Finalmente, tras el Real Decreto 536/2017, de 26 de mayo, se modifica el artículo 6 del Real Decreto 877/2015, de 2 de octubre, de desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, incluyendo una extensión del plazo del que disponen las fundaciones bancarias para la constitución del fondo de reserva exigido por la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias. Otras regulaciones que afectan a las mismas son la Orden 2575/2015 sobre el IAGC y las obligaciones contables de las fundaciones bancarias, o las circulares BdE 6/2015 y 7/2016 sobre IAGC e IAR de las cajas de ahorros y obligaciones de las fundaciones bancarias y sobre especificidades contables para las fundaciones bancarias, respectivamente, así como el RD 536/2017 que regula el fondo de reserva de las fundaciones bancarias. Además, cada comunidad autónoma continúa teniendo su propia legislación en la materia.

Fuente: Elaboración propia.

(Herrero, 2015) y la no dualidad del presidente, salvo autorización y la creación de una página web para difundir este capítulo. En concreto, la Ley 10/2014 establece que las entidades de crédito tendrán tres comisiones, nombramientos, remuneraciones y riesgos, para reforzar la función de supervisión de los ejecutivos de los consejos de administración.

La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, profundiza aún más en la transparencia del consejo de administración, la tipología de consejeros, contenido del Informe de Gobierno Corporativo y del Informe Anual de Remuneraciones, así como en la composición de las comisiones del consejo de administración. Así, en el caso de las *comisiones de nombramientos y de retribuciones* (única

o separadas) la ley establece que estas deberán estar integradas por miembros del consejo de administración que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad y que al menos un tercio de los miembros de las comisiones y, en todo caso, el presidente, deberán ser consejeros independientes. En el caso de la *comisión de auditoría*, de acuerdo con el artículo 529 de la Ley de Sociedades de Capital, estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, dos de los cuales, al menos, deberán ser consejeros independientes y el presidente de la comisión será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella (Leyva, 2015).

Por lo tanto, a raíz de la modificación de la ley de 2014, muchas recomendaciones del Código Unificado se han incorporado a las normas legales, en concreto muchas de ellas en la Ley de Sociedades de Capital, no incluyéndose las mismas disposiciones en la reforma del Código de Buen Gobierno del 2015. Por lo tanto, el análisis del gobierno corporativo de las entidades de crédito contiene actualmente una parte *soft* incluida en el código junto con otra, más *hard,* derivada de las innumerables normativas que deben cumplir. El código de 2015 posee actualmente 64 recomendaciones frente a las 53 del periodo anterior. Un resumen de las reformas que afectan al ámbito de este trabajo lo encontramos en el cuadro 1 en el que se evidencia el esfuerzo del legislador por desarrollar sistemas de gobierno más eficientes, cambios en la política de remuneraciones, cambios en lo relativo a la idoneidad, incompatibilidad y registro de altos cargos, cambios en el funcionamiento interno del consejo de administración, cambios en la composición de comisiones, y en general mayores exigencias informativas (mayor difusión de información sobre gobierno corporativo a través de la web, informe sobre remuneración de consejeros, etc.).

4. Conclusiones

El análisis efectuado nos ha permitido evidenciar cambios importantes en el gobierno corporativo de las entidades de crédito causadas por el incremento de la presión normativa, derivados en parte de la insuficiencia del principio de voluntariedad. La información proporcionada por las entidades cada vez posee un mayor alcance (remuneraciones, diversidad, comisiones, funcionamiento del consejo, etc.). Es el espíritu de transparencia el que impera, exigiéndose cada vez una mayor responsabilidad y honorabilidad en las personas dedicadas a la gobernanza. Pero la efectividad de las medidas de gobierno no se puede determinar aún. Hará falta la realización de estudios cada vez con mayor profundidad, con paneles de datos que midan dicha transparencia, indicadores, características profesionales y personales, procesos, mejora de gestión de riesgos, etc.

Las entidades, por su parte, cumplen con lo exigido, si bien el ajuste no puede ser inmediato. Cada vez más el gobierno corporativo no es cuestión de cumplimento de parámetros o porcentajes, sino un espíritu de fondo. Si bien a modo de conclusión, a pesar de los cambios importantes acaecidos en el gobierno corporativo de las entidades, aún queda espacio para mejoras posibles. Herrero (2015) destaca, entre otras, las mejoras en lo relativo a los requerimientos de capital, en una mayor adecuación de la estrategia y modelo de negocio a la situación actual, la evaluación de la liquidez, una mejora en la gestión del riesgo, respeto a los regímenes de incompatibilidad, así como fomentar la correcta elección de consejeros, directivos y personal clave.

NOTAS

(1) Así, por ejemplo, ya en 2010 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) revisó los Principios de Gobierno Corporativo para Bancos emitidos en 1999 y que habían sido revisados en 2006 (principios que nuevamente revisaría en 2015) tratando de reflejar las principales lecciones de la crisis (hasta la fecha) y reforzando el autogobierno de los bancos y el trabajo de los supervisores en el ámbito del gobierno corporativo con el objetivo de promover una gestión rigurosa del riesgo y tomas de decisiones acertadas.

(2) https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/guidelines-on-internal-governance-revised-.

(3) https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/joint-esma-and-eba-guidelines-on-the-assessment-of-the-suitability-of-members-of-the-management-body.

(4) https://www.nvb.nl/

(5) https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/17/presbce2017_68.pdf

BIBLIOGRAFÍA

Azofra,V. y Santamaría, M. (2011), «Ownership, control, and pyramids in Spanish commercial banks», *Journal of Banking & Finance,* 35, págs. 1.464-1.476.

Basel Committee on Banking Supervision (2015), *Corporate Governance Principles for Banks* (https://www.bis.org/bcbs/publ/d328.pdf).

Burkart, M. y F. Panunzi.(2006), «Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection», *Journal of Financial Intermediation*, 15, págs. 1-31.

Carbó, S. y F. Rodríguez (2018), «El sector bancario europeo en 2018: más regulación, menos morosidad», *Cuadernos de Información Económica*, 262, enero, págs. 15-26.

Crespí, R. y Pascual, B. (2009), «Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades financieras cotizadas en España 2004-2007», Estabilidad Financiera, 16, págs. 81-109.

Cuñat, V. y Garicano, L. (2009), «¿Para cuándo la reestructuración del sistema financiero español?», *Diario El País*, 13 de septiembre.

Cuñat, V. y Garicano, L. (2010), «Cajas *buenas,* créditos *malos*?: Gobierno corporativo, capital humano y carteras de créditos», en Bentolila, S. (ed.), *La crisis de la economía española: análisis económico de la gran recesión*, FEDEA, Madrid.

De Andres, P.; Garcia-Rodriguez, I. y Romero-Merino, M. E. (2018), «Politicization and financial expertise in Spanish savings banks. Patterns in the configuration of their boards», *Universia Business Review*, 8, (DOI: 10.3232/UBR.2018.V15.N1.01).

European Banking Authoritu (2016), Joint ESMA and EBA guidelines on the assesment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU (https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/joint-esma-and-eba-guidelines-on-the-assessment-of-the-suitability-of-members-of-the-management-body).

European Banking Authority (2016), Drafts guidelines on internal governance. EBA/CP/2016/16 (https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/guidelines-on-internal-governance-revised-).

García-Cestona, M. y Surroca, J. (2008), «Multiple goals and ownership structure: Effects on the performance of Spanish savings Banks», *European Journal of Operational Research*, 187, págs. 582-599.

García-Cestona, M. y Sagarra, M. (2014), «Good and Bad Banks? Governance, Human Capital of Top Managers and Performance», (SSRN: https://ssrn.com/abstract=2504593).

Gutíerrez, I. y Surroca, J. (2014), «Revisiting corporate governance through the lens of the Spanish evidence», *Journal of Management and Governance*, 18:989-1017 (DOI 10.1007/s10997-012-9250-5).

Herrero, J. (2015), «La reciente evolución del gobierno corporativo en las entidades de crédito», *Estabilidad Financiera*, 28, págs. 50-73.

Humphries, S. A. y Whelan, C. (2017), *National culture and corporate governance codes. Corporate Governance*, vol.17, núm. 1, págs. 152-163.

Kirkpatrick, G. (2009), «The corporate governance lessons from the financial crisis», *Financial Market Trends*, OCDE (http://search.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf).

La Porta, R.; López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999), «Corporate Ownership Around the World», *The Journal of Finance*, 54(2), págs. 471-517. (http://doi.org/10.1111/0022-1082.00115).

Laeven, L. (2013), «Corporate Governance: What's Special About Banks?», *Annual Review of Financial Economics*, vol. 5, págs. 63-92, (available at SSRN:https://ssrn.com/abstract=2351778 or http://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-021113-074421).

Leyva, A. (2015), «Novedades de gobierno corporativo de las entidades de crédito», *Revista Ahorro*, 490, pág. 7, (http://www.cecabank.es/wp-content/uploads/2015/03/Ahorro-490-Araceli-Leyva.pdf).

Shleifer, A., y Vishny (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, 52, núm. 2, págs. 737-783.

Stein, G.; Capape, J. y Gallego, M. (2012), «Corporate Governance in Spanish Banks», *WP* 946 en http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0946-e.pdf.

The Larosiére Group (2009), *The high-level group on financial supervision in the EU* (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

Van der Elst C. (2015), «Corporate Governance and Banks: How Justified is the Match?», *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper,* núm. 284/2015 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2351778##).

Los accionistas y la inversión sostenible y responsable

Francisco Blanco Bermúdez
Doctor en Economía de la Empresa por la Universidad Autónoma de Madrid

Fernando Gallardo Olmedo
Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

Este trabajo analiza cómo los accionistas tienen en cuenta criterios relacionados con el medio ambiente, con cuestiones sociales y con prácticas de buen gobierno a la hora de tomar decisiones de inversión y desinversión, así como en la gestión activa de las posiciones financieras. Asimismo, se estudia la relación entre estas prácticas y las estrategias de las compañías en materia de RSE. También se aborda el papel del área corporativa de Relaciones con Inversores como nexo de comunicación entre las empresas y los inversores institucionales en la tarea de gestión de sus posiciones financieras con criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno.

PALABRAS CLAVE

Responsabilidad Social de la Empresa, Inversión Sostenible y Responsable, Factores ASG (medio ambiente, social, gobernanza), Relaciones con inversores.

1. Introducción

El colectivo de accionistas en una empresa es uno de los grupos de interés que considera la RSE (Responsabilidad Social de la Empresa), si bien está en una posición diferente al resto de grupos (trabajadores, clientes, proveedores y sociedad). Aunque los accionistas tienen en común con todos ellos el hecho de que la empresa ha de dar cumplimiento a sus legítimos objetivos, constituyen a la vez un grupo con responsabilidad directa, por el hecho de ser los propietarios de la empresa, sobre la satisfacción de los objetivos de los otros grupos de interés. Por lo tanto, los accionistas tienen una doble posición en lo concerniente a las políticas de RSE: (i) como destinatarios de una información fiable y en tiempo real de las posiciones financieras y de las estrategias de la empresa orientadas a generar valor para ellos, y (ii) como impulsores de una estrategia empresarial que contribuya a satisfacer los objetivos de los otros grupos de interés de la empresa.

Esta doble posición apunta a un conflicto de interés entre los accionistas y esos otros grupos. El modo de resolver este conflicto puede estar en la estrategia de *valor compartido* propuesta por Portery Kramer (2011), la cual consiste en que la empresa debe crear valor para los accionistas y para la sociedad de un modo simultáneo. Estos autores proponen tres modos de crear valor compartido: (i) redefiniendo los productos con el objetivo de satisfacer las necesidades de todas las capas de la sociedad, incluidas las de las clases más desfavorecidas, y para lograr productos más saludables para los clientes; (ii) redefiniendo la productividad en la cadena de valor con el objetivo de minimizar los impactos negativos sobre el medio ambiente, y (iii) promoviendo la actividad de proveedores locales y la implicación de otras instituciones locales.

La estrategia de generar valor compartido permite diluir el mencionado conflicto de interés a largo plazo, ya que la generación de valor para la sociedad sirve para potenciar el valor reputacional de la empresa y para mitigar riesgos financieros de los accionistas en el largo plazo.

La Unión Europea (2011) ha ido matizando y profundizando en el concepto de RSE a la luz de propuestas realizadas en el mundo académico. En la Comuni-

cación al Consejo de 2011 hace suya el concepto de valor compartido. En este sentido, la Comunicación dice que: *Para asumir plenamente su responsabilidad social, las empresas deben aplicar, en estrecha colaboración con las partes interesadas, un proceso destinado a integrar las preocupaciones sociales, medioambientales y éticas, el respeto de los derechos humanos y las preocupaciones de los consumidores en sus operaciones empresariales y su estrategia básica, a fin de: maximizar la creación de valor compartido para sus propietarios/accionistas y para las demás partes interesadas y la sociedad en sentido amplio e identificar, prevenir y atenuar sus posibles consecuencias adversas*.

A continuación se procede a abordar el asunto central de este trabajo, que es delimitar el papel de los accionistas en cuanto a impulsores y/o disuasores de las políticas de RSE. En el próximo apartado se analizará si los accionistas incorporan o no criterios vinculados a cuestiones de carácter social o medioambiental en sus decisiones de inversión y en la gestión de sus participaciones accionariales, y si ello genera fricciones y/o confluencias con las políticas de RSE. Posteriormente, se analizará el papel que desempeña el área de Relaciones con Inversores de la empresa para el desarrollo de políticas de RSE alineadas e impulsadas por los accionistas. Finalmente, se presentarán las conclusiones de este trabajo.

2. ¿Se plantean los accionistas objetivos no financieros en las decisiones de inversión?

La consideración de factores no financieros y ligados a principios éticos ha estado presente siempre en las decisiones de inversión por parte de algunos de los inversores en acciones de empresas. No obstante, desde hace algunos años, se está extendiendo de un modo cada vez más generalizado la toma en consideración de aspectos sociales y de impacto medioambiental en las decisiones de inversión y desinversión en acciones. Son varios los factores que están detrás de esta tendencia. En primer lugar hay que citar los numerosos casos de malas prácticas y de actuación delictiva por parte de algunos directivos que han dado lugar a insolvencias de gran envergadura. Baste recordar, a modo de ejemplo, las malas prácticas descubiertas con ocasión de la crisis desencadenada a principio de siglo con el estallido de la burbuja financiera de las empresas con negocios vinculados a Internet y la crisis financiera que estalló en septiembre de 2008. En segundo lugar, a partir del estudio seminal de Stern (2006), en donde ponía de manifiesto el coste económico en términos de deterioro del PIB derivado del cambio climático, se va generando una concienciación general sobre el problema y sobre la necesidad de tomar medidas para tratar de evitar esas consecuencias. En tercer lugar, siendo además ámbito de estudio y seguimiento más reciente, hay cierta preocupación por las consecuencias negativas de los nuevos procesos de automatización y de la incorporación de la inteligencia artificial a los procesos productivos.

Como consecuencia de todo ello, a comienzos de la segunda década de este siglo se potencia la consideración de los factores de medio ambiente, sociales y de gobierno corporativo (factores ASG) en las decisiones de inversión por parte de los inversores institucionales, si bien no en el marco de un cambio radical de paradigma hacía una filosofía de ISR (inversión socialmente responsable) en la que se estaría dispuesto a sacrificar algo de los objetivos financieros, sino en la medida de que si no se consideran los factores ASG se estaría minando la rentabilidad financiera a largo plazo de las inversiones y/o aumentaría el riesgo financiero de las mismas. La consideración de los factores ASG da lugar a la Inversión Responsable y Sostenible (IRS).

Tanto los inversores minoristas como institucionales son sensibles a estos criterios ASG, pero son los institucionales quienes, aglutinando significativas cantidades de ahorro de los primeros, disponen de medios adecuados para llevar a cabo los análisis que conlleva la consideración de criterios ASG y quienes tienen una mayor capacidad de diálogo e influencia con la empresa en la que invierten.

2.1. *Los Principios de Inversión Responsable*

El punto de inicio de la concienciación de los inversores institucionales se remonta al año 2006. En abril de ese año se hacen públicos en la Bolsa de Nueva York los Principios de Inversión Responsable auspiciados por Naciones Unidas y con la adhesión de unos cien inver-

sores institucionales. Estos principios suponen el compromiso de incorporar criterios ASG en la evaluación y gestión de las inversiones financieras. Actualmente se cuenta con unos 1.800 inversores institucionales como signatarios. Los seis principios se establecieron en los siguientes términos (United Nations, 2016):

> *Principio 1. Incorporaremos los criterios ASG en los procesos de análisis y de decisiones de inversión.*
>
> *Principio 2. Seremos propietarios activos e incorporaremos los criterios ASG en nuestras políticas y prácticas.*
>
> *Principio 3. Promoveremos la divulgación apropiada de las cuestiones ASG en las empresas en las que invertimos.*
>
> *Principio 4. Promoveremos la aceptación y la implementación de los principios en el ámbito de nuestro sector.*
>
> *Principio 5. Trabajaremos juntos para mejorar la eficacia en la implementación de los principios.*
>
> *Principio 6. Cada uno de nosotros informará sobre las actividades y progresos realizados en la implementación de los principios.*

De un modo progresivo, las regulaciones de los distintos países están incorporando obligaciones sobre la consideración y análisis de criterios ASG por parte de los inversores institucionales, si bien muchos inversores institucionales van más allá de las obligaciones regulatorias en sus análisis.

La incorporación o no de criterios ASG por parte de los inversores, así como el alcance de la misma, permite identificar varias tipologías de inversores (OCDE, 2017). La primera categoría sería la denominada como *Inversores tradicionales*, que son aquellos que no tienen en cuenta criterios ASG en el proceso de selección y seguimiento de sus inversiones debido a que consideran que no tienen ningún impacto en la combinación de rentabilidad esperada y riesgo de su inversión o que, si lo tienen, dicho impacto ya está recogido en el precio de los activos financieros sobre la base de la teoría de los mercados eficientes. El segundo grupo es el formado por los *Inversores modernos*, los cuales reconocen que sí existen dichos efectos y que los mercados no son eficientes, puesto que consideran que dicha información relevante no está incorporada en el precio de los activos. Este tipo de inversores tiene en cuenta los criterios ASG en la medida en que condicionan sus parámetros financieros. Una tercera categoría es la integrada por los *Inversores con objetivos ampliados*. Estos inversores parten de la misma visión que tienen los inversores anteriores, pero van más lejos en el sentido de que están dispuestos a sacrificar rentabilidad financiera en aras de objetivos no financieros. Finalmente están los *Inversores universales*, los cuales van, todavía, un poco más allá que los anteriores al considerar que tienen una responsabilidad financiera a la hora de impulsar un desarrollo económico sano en donde la exclusión de factores ASG puede generar un riesgo sistémico en el futuro. Estas dos últimas categorías de inversores forman parte de la denominada Inversión Socialmente Responsable en sentido estricto.

2.2. *Estrategias de Inversión Responsable y Sostenible*

La consideración de criterios ASG por parte de los inversores institucionales no es uniforme, lo cual permite delimitar diferentes estrategias. Desde nuestro punto de vista, la clasificación en siete modelos de estrategias que utiliza Eurosif para sus estudios sobre la IRS en Europa es la que mejor ilustra esta diversidad (Eurosif, 2016). La primera de ellas es la estrategia de exclusión o de *screening* negativo, que consiste en excluir del universo de inversión a aquellas empresas que por su actividad no cumplen con unos criterios mínimos de IRS. Un par de ejemplos de estas actividades serían la producción y venta de tabaco y de armas. Es la estrategia más sencilla de implementar y, por ello, es hasta la fecha la más utilizada. La segunda estrategia es la exclusión o *screening* basado en normas, en la que el criterio de exclusión no está en la actividad de la empresa, sino en el grado de cumplimiento de determinados estándares internacionales sobre protección del medio ambiente, derechos laborales, derechos humanos o anticorrupción. Estas dos estrategias no son costosas para el inversor, ya que puede utilizar información pública para determinar la exclusión o inclusión de activos en las decisiones de inversión o de desinversión en posiciones existentes.

La tercera es la estrategia denominada *Best-in-Class*. Se trata de una estrategia de inclusión, pues el objetivo

es identificar, mediante el análisis ASG, a aquellas empresas que en su sector o mercados obtienen el mejor desempeño en cuanto a criterios ASG, y que, por tanto, son elegibles para formar parte de las carteras de inversión. Es una estrategia más costosa que las anteriores porque exige al inversor construir un modelo propio de factores ASG, con criterios y jerarquías para determinar las valoraciones y pesos que definan los índices de desempeño. Para ello el inversor depende de la obtención de la información de desempeño, fundamentalmente por tres vías: la primera a través del análisis de factores ASG mediante equipo interno o externalizado; la segunda basada en la información procedente de los principales índices bursátiles de sostenibilidad, como Dow Jones Sustainability o el FTSE4GOOD; y la tercera proveniente de la información suministrada por los *rating* de sostenibilidad.

La cuarta de las estrategias consiste en la inversión temática, que implica la selección de valores o sectores en función de una temática específica como puede ser la energía, las telecomunicaciones o los servicios públicos. Aunque todavía es una de las estrategias con menor peso en el conjunto de la IRS, es la que mayor crecimiento está registrando a través del lanzamiento de productos de inversión en renta variable que están especializados en acciones de empresas comprometidas con la lucha contra el cambio climático, la producción de energías renovables o la gestión responsable del agua. El punto débil de este tipo de estrategia reside en el sesgo que presenta hacia el factor de medio ambiente, dejando a discreción del inversor la inclusión o no de otros criterios.

La quinta estrategia se denomina inversión de impacto, la cual persigue compatibilizar la obtención de rentabilidad financiera con la contribución positiva a la protección del medio ambiente, a promover la inclusión social y financiera de una manera activa. En este tipo de inversión se incluyen, por ejemplo, las actividades de microfinanzas y los bonos verdes. Esta estrategia combina la IRS (Inversión Responsable y Sostenible) con la ISR (Inversión Socialmente Responsable).

La sexta actuación se refiere al compromiso (*engagement*) y al ejercicio del voto, tanto en las empresas que promueven las políticas de diálogo proactivo entre empresa y accionista para recabar las preocupaciones u opiniones de estos últimos en materia de sostenibilidad y gobernanza, como en las que promueven una participación más activa de los inversores en las juntas de accionistas mediante la interacción sobre cuestiones relacionadas con los criterios ASG. Esta estrategia, tercera en importancia en Europa, inicialmente se circunscribió al ámbito de los inversores institucionales, pero cada vez más se está incorporando a la práctica de los inversores minoristas con la expansión de los *proxy advisors* y las asociaciones de inversores particulares.

La séptima estrategia es la integración de los factores y criterios ASG dentro del análisis financiero, previo a la selección de valores. Esta estrategia está siendo cada vez más utilizada, ya que los inversores institucionales con productos como los fondos indexados muestran gran interés en integrar los factores ASG en la gestión pasiva de carteras.

2.3 *Criterios ASG e impacto financiero*

Diversos estudios han mostrado los criterios específicos que tienen en cuenta los inversores institucionales cuando incorporan un enfoque ESG en sus decisiones de inversión y de gestión de sus posiciones financieras (OCDE, 2017; BlackRock, 2016; Koehler y Hespenheide, 2013; Columbia Treadneedle, 2016).

Por nuestra parte, hemos elaborado una clasificación de estos criterios distinguiendo si los riesgos son provocados por la propia empresa o si provienen del entorno exterior a la misma. Asimismo consideramos que hay una serie de factores de riesgo que presentan rasgos que podrían encuadrarse dentro de la categoría *A* (Medio Ambiente) y *S* (Social). Se trata de los daños que se pueden generar a colectivos humanos radicados en un determinado territorio, así como daños a otros seres vivos. En el cuadro 1 incluimos la clasificación elaborada. El impacto financiero que tendría la materialización de los diferentes riesgos señalados se puede concretar en los siguientes aspectos:

– Modificaciones regulatorias con efectos negativos en el negocio de la empresa.

– Multas y sanciones.

Cuadro 1
Riesgos asociados a los criterios A (Medio Ambiente), S (Social) y G (Gobernanza)

Tipo de riesgo	Factor de riesgo
A	Elevadas emisiones de gases de efecto invernadero
	Contaminación del agua
	Baja eficiencia en el uso del agua en los procesos productivos
	Baja eficiencia en el uso de materias primas en los procesos productivos
	Baja eficiencia en el uso de energía eléctrica en los procesos productivos
	Aumento de la temperatura del aire (*)
	Aumento de la temperatura del agua del mar (*)
	Aumento del nivel del mar (*)
A-S	Daños a comunidades humanas con raíces en territorios
	Daños a la biosfera
	Malas prácticas con animales en procesos productivos
	Falta de respeto a los derechos de animales
S	Producción de bienes poco saludables
	Distorsión en la información sobre productos y trazabilidad
	Mal uso de datos personales
	Difusión de noticias y hechos falsos
	Falta de motivación de los trabajadores
	Discriminación entre los trabajadores
	Dificultades para la conciliación de vida laboral y personal
	Deficiencias en la mejora del capital intelectual
	Tensiones en las relaciones con proveedores
G	Falta de diversidad en los consejos de administración
	Políticas deficientes de remuneración a la alta dirección
	Deficiencias en la transparencia y comunicación con los accionistas y otros grupos de interés
	Deficientes políticas de RSE
	Participación en actividades de corrupción
	Pago de impuestos no acorde con los beneficios reales obtenidos

(*) El origen de este riesgo proviene del entorno exterior a la empresa.
Fuente: Elaboración propia.

– Deterioro del valor reputacional, con el consiguiente efecto en un empeoramiento de la posición competitiva de la empresa que genera pérdidas de ventas e ingresos.

– Empeoramiento de la posición competitiva de la empresa por mayores costes que los competidores o por una productividad de los recursos humanos más baja que los competidores.

– Deterioro de activos con las consiguientes pérdidas patrimoniales y disminución en la capacidad de generar ingresos.

Dentro de los criterios incluidos en el cuadro 1 consideramos que algunos de ellos no se consideran actualmente como de alto riesgo por parte de todos los inversores institucionales, si bien, creemos que en un futuro más o menos próximo todos ellos los tendrán más en cuenta. En estos criterios destaca el pago de impuestos sobre los beneficios. Pronosticamos que aquellas empresas que, mediante ingenierías financiero-fiscales, paguen cantidades reducidas de impuestos verán cómo la merma en su valor reputacional afectará a su volumen de ingresos.

2.4. *Concienciación de los inversores institucionales*

En la carta remitida este año por Larry Fink, presidente de BlackRock, a los CEO de las principales compañías europeas y las integrantes del S&P 500 se aprecia con nitidez la importancia que los inversores institucionales ponen a la creación de valor compartido y a la consideración de criterios ASG en sus análisis (Fink, 2018). Este inversor institucional manifiesta sentir la presión de sus propios inversores en la búsqueda de valor a largo plazo de las acciones en las que invierten y está en la obligación de trasladarla a los equipos directivos de esas compañías. En este sentido, BlackRock exige que las compañías describan sus estrategias de crecimiento en el futuro y cómo a largo plazo tienen en cuenta las demandas de la sociedad, tales como contribuir a luchar contra el cambio climático y a mitigar los efectos perniciosos que genera la automatización en el nivel de rentas y en el nivel de empleo de los segmentos de trabajadores con menos cualificación. El consejo de administración de las empresas, en cuanto definidor y diseñador de estrategias a largo plazo, tiene un papel muy relevante en este asunto. La abundancia de diversidad en el consejo de administración es un elemento que favorece las diferentes sensibilidades y que contribuye a diseñar estrategias a largo plazo que tengan en cuenta estos aspectos demandados por la sociedad.

Hasta ahora, los inversores institucionales han centrado sus análisis ASG, especialmente, en los criterios relacionados con el medio ambiente (A), lo cual viene determinado por el amplio consenso sobre los efectos económicos negativos del cambio climático (BSG, 2017). Otra cuestión de interés es analizar si una adecuada gestión con criterios ASG mejora los resultados financieros de la empresa. Hasta 2010 no hay resultados concluyentes, pero los estudios a partir de ese año apuntan a que aquellas empresas que tienen en cuenta estos factores se encuentran entre las que presentan unos mejores rendimientos para el accionista (BSG, 2017, y Natixis, 2017).

3. El papel del área de Relaciones con Inversores en la empresa en la implementación y comunicación de los criterios ASG a los inversores institucionales

En el apartado anterior se ha puesto de manifiesto que los inversores institucionales están comprometidos con la consideración de los criterios ASG en su proceso de selección y seguimiento de sus inversiones. En este cometido, adquiere especial relevancia el área de Relaciones con Inversores (en adelante RR.II.) que tienen, principalmente, las empresas de gran capitalización, ya que se trata de un área corporativa que es el principal canal de interlocución entre la comunidad de analistas e inversores y la empresa.

3.1. *El área de Relaciones con Inversores en la empresa*

La National Investor Relations Institute (NIRI), asociación estadounidense que aglutina a más de 3.300 profesionales de la práctica de relaciones con inversores, ha definido esta disciplina como *una responsabilidad de gestión estratégica que integra las finanzas, el marketing, la comunicación y el cumplimiento de la normativa legal de los mercados de valores, dirigida a facilitar una comunicación bidireccional efectiva entre la compañía, la comunidad financiera y otros grupos de interés que contribuya a la valoración justa de los títulos valores de la compañía* (NIRI, 2013).

En esta definición destacan varios aspectos (Blanco, 2017). En primer lugar, el perfil multidisciplinar de la función de relaciones con inversores, aunque en sus inicios tuvo una orientación más enfocada hacia el *marketing* con el objetivo de suministrar al mercado un perfil de la empresa cotizada que contribuyese de manera positiva al valor de la compañía. Sin duda, en

este ámbito de actuación más amplio de las relaciones con inversores han tenido mucho que ver los diferentes escándalos corporativos y financieros de los últimos diez años, así como los cambios regulatorios producidos a raíz de los mismos.

En segundo lugar, se subraya el carácter bidireccional de la comunicación, en contraste con la práctica más habitual de comunicación unidireccional desde la empresa hasta finales de la primera década de este siglo, la cual era más cercana a las actividades de relaciones públicas, donde ni se recababa ni se estimaba necesario el *feedback* por parte de las diferentes audiencias. El NIRI, en su definición, recoge un elemento esencial en esta disciplina en los tiempos actuales como es escuchar las demandas de accionistas e inversores, así como las opiniones de los analistas, diálogos que permiten adaptar la comunicación relevante a las necesidades reales de los inversores y reflexionar sobre aspectos estratégicos, financieros, operativos y, por supuesto, de responsabilidad social de la compañía.

En tercer lugar, conviene señalar la idea final del cometido de esta disciplina en última instancia que consiste en facilitar información objetiva y relevante a los inversores para que puedan tomar decisiones fundamentadas en sus inversiones y desinversiones. No se trata de *vender* el denominado *investment case* con el objeto de ejercer una presión alcista sobre la acción, ya que esta no es la misión del profesional de relaciones con inversores puesto que estaría sesgando la valoración de la compañía de manera artificial, y tanto una sobrevaloración o infravaloración de la acción generada por estas vías desembocaría en mayor volatilidad e impacto negativo en la liquidez del valor.

Así pues el área de RR.II. de la empresa contribuye a la mejora de la comunicación con los inversores, por lo que se puede afirmar que ha aportado soluciones a los problemas de agencia entre la dirección y la propiedad que Jensen y Meckling (1975) ya introdujeron hace años en el debate académico y empresarial.

Asimismo, y vinculado a lo anterior, el área de RR.II. de la empresa también ha contribuido a la mejora de la eficiencia de los mercados financieros, entendida esta como la situación en la que toda la información relevante de una empresa está disponible para todos los inversores y, consecuentemente, el precio de las acciones tiene en cuenta dicha información (Blanco, 2017).

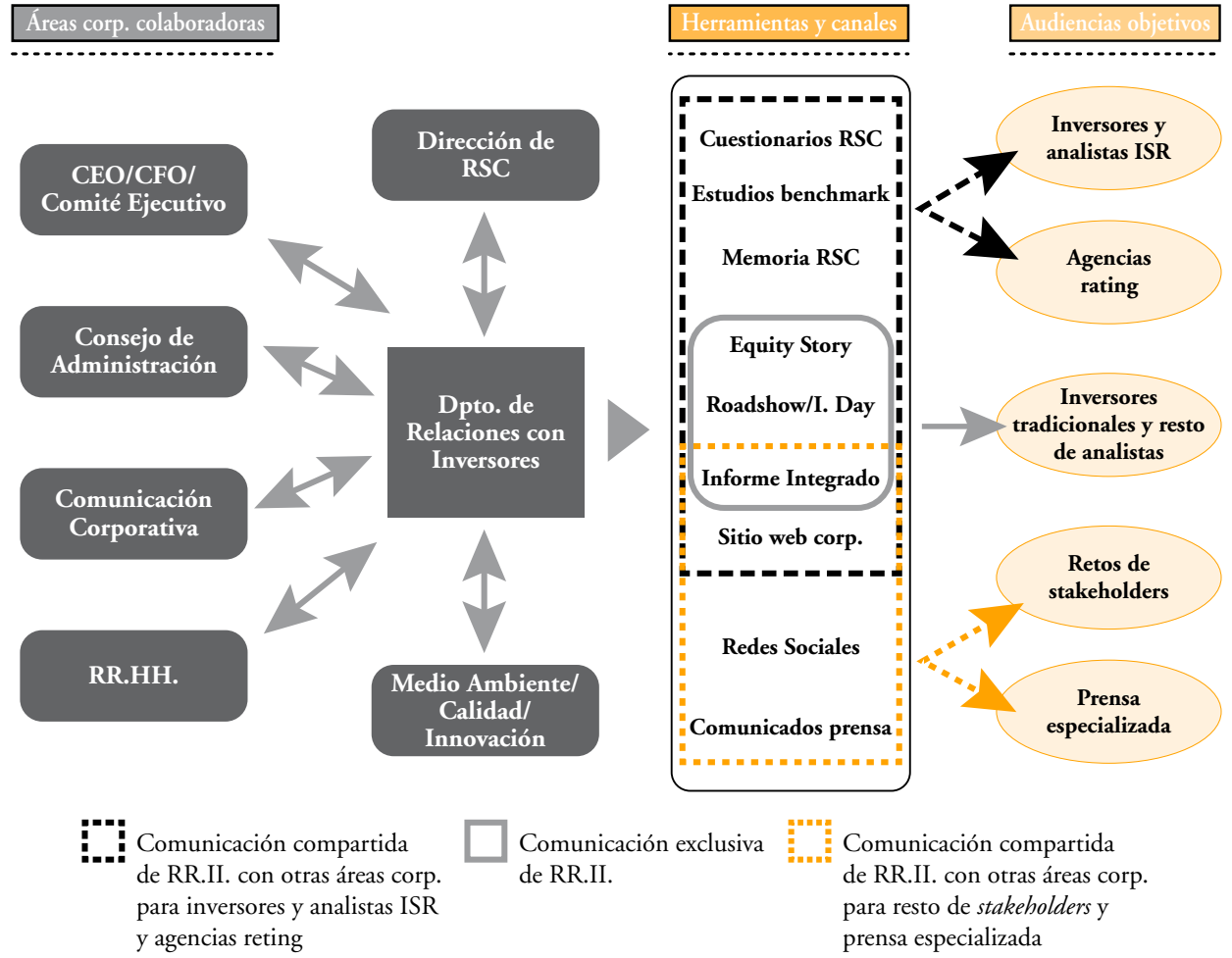
3.2. *El área de Relaciones con Inversores, criterios ASG de los inversores y políticas de RSE de la compañía*

Los escándalos financieros y las crisis de los últimos años han generado una creciente demanda de cambio en el modelo relacional de las empresas con sus accionistas, la cual ha venido impulsada por los principales inversores institucionales, en ocasiones en forma de activismo accionarial. Este cambio está dirigido, por un lado, a reorientar el *reporting* de las compañías desde un claro sesgo financiero (informes de resultados trimestrales e informe anual) hacia una información más integrada y de carácter no financiero, en especial la referente a los activos intangibles; y por otro, a facilitar una mayor involucración de los accionistas en la empresa, no solo mediante la participación puntual en la junta anual a través del voto, sino a lo largo de todo el ejercicio. Se trata de conocer y entender mejor la estrategia corporativa y los planes de futuro, que permitan anticipar el grado de sostenibilidad de los rendimientos futuros.

En este contexto, desde nuestro punto de vista, el área de Relaciones con Inversores de la empresa juega un papel esencial para resolver tres cuestiones relevantes en la no siempre fácil relación entre la dirección de la empresa y sus dueños o accionistas. En primer lugar, es un instrumento para resolver los problemas tradicionales de agencia entre estas dos partes. En segundo lugar, es un área clave para facilitar los análisis de los inversores con criterios ASG y para que a través de las denominadas políticas de involucración de los accionistas (*Shareholderengagement*) estos puedan implementar su capacidad de influencia en la empresa mediante una gestión activa de sus inversiones. En tercer lugar, y relacionado con el aspecto anterior, permite resolver nuevos problemas de agencia relacionados con posibles discrepancias entre los criterios ASG de los inversores y la política de RSE de la compañía, en especial en lo relacionado con actividades filantrópicas.

Como se muestra en el gráfico 1, en la medida que los inversores institucionales han ampliado el ámbito de interés de la información que demandan más allá de

Gráfico 1
La comunicación de la RSC desde las relaciones con inversores



Fuente: Elaboración propia.

los aspectos financieros, las estrategias y procesos de comunicación del área de Relaciones con Inversores se están viendo afectados en diferentes aspectos (Hockerts y Moir, 2004). El primero de ellos está relacionado con la preparación de contenidos específicos en relación a las políticas de la empresa que influyen en los criterios ASG, lo cual implica la intensificación de la colaboración con diversas áreas corporativas con competencias en ese ámbito, y muy en especial con el área de RSE. En segundo lugar, hay que adaptar las herramientas y canales utilizados para divulgar la información relevante con los aspectos de los criterios ASG y, en particular aquellos que están dedicados exclusivamente a este tipo de contenidos, como pueden ser las memorias de Responsabilidad Social Corporativa y los cuestionarios que habitualmente remiten los inversores ISR o las firmas especializadas en el análisis de los factores ASG, los cuales sirven para elaboración de *rankings* y estudios comparativos y de mejores prácticas (*benchmark*).

La cumplimentación de estos cuestionarios pueden ser elementos clave para contribuir a la transformación cultural de la compañía en materia de responsabilidad social. Por otro lado, el profesional del área de RR.II. puede jugar un papel muy activo en la mejora de las capacidades y habilidades de los inversores y analistas respecto al análisis con criterios ASG.

En otros casos, las herramientas o canales más tradicionales en la comunicación con inversores como el propio *equitystory* o propuesta de inversión, el sitio web corporativo o dentro del mismo el espacio dedicado a *accionistas e inversores*, el informe integrado, e incluso los *roadshows* y el día del inversor están comenzando a dedicar un apartado específico a RSC respondiendo a las crecientes demandas de información de los inversores institucionales más tradicionales, y también a las recomendaciones del último código de buen gobierno aprobado por la CNMV en 2015. Quizás la mayor novedad en este terreno sean las iniciativas que empiezan a observarse, sobre todo entre algunas compañías del sector de la energía, en términos de celebración de *roadshows* o de día del inversor con carácter monográfico respecto a los temas de sostenibilidad a petición de los inversores y analistas más especializados. Por último, y en tercer lugar, las audiencias objetivo de la comunicación del área de Relaciones con Inversores se amplían con la aparición de los analistas, incluidas las agencias de *rating*, e inversores asociados a la Inversión Responsable y Sostenible.

4. Conclusiones

La mayor parte de los inversores institucionales han incorporado ya en sus análisis y en sus estrategias de gestión activa los factores ASG, los cuales tienen cada vez más influencia en la rentabilidad y en el riesgo de las inversiones. Se prevé que esta sensibilidad hacia los criterios ASG se intensifique en el futuro. No hay falta de sintonía, sino más bien una gran coherencia, entre las políticas de RSE de las compañías y la consideración de factores ASG por parte de los inversores. En este sentido, el área corporativa de Relaciones con Inversores desempeña un papel fundamental como nexo de unión entre la empresa y los inversores.

BIBLIOGRAFÍA

BlackRock (2016), *Exploring ESG: A Practitioner's Perspective*, Disponible en: https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf.

Blanco Bermúdez, F. (2017), *La transición digital en el ámbito de las Relaciones con Inversores en la Empresa*, tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.

Blanco Bermúdez, F. (1994), *Relaciones con Inversores: una necesidad y un compromiso empresarial*, AERI, Tabapress.

Boston Consulting Group (BSG), (2017), *Total Societal Impact, a New Lens for Strategy*, The Boston Consulting Group.

Columbia Treadneedle (2016), *Environmental, Social and Governance. Indicators and Key Issues Reference Document*, Disponibleen: http://www.columbiathreadneedle.com/media/4956293/en_esg_indicators_and_key_issues.pdf.

Comisión Europea (2011), *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas*.

Eurosif (2016), *European SRI Study 2016*, disponible en http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf.

Hockerts, K. y Moir, L. (2004), «Communicating Corporate Responsability to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function», *Journal of Business Ethics*, 52, págs. 85-98.

Koehler, D. A. y Hespenheide, E. J. (2013), «Finding the Value in Environmental, Social, and Governance Performance», *Deloitte Review*, Issue 12, págs. 99-111.

Fink, L. (2018), *A Sense of Purpose. Larry Fink's Annual Letter to CEOs*, Disponibleen: http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2018/01/Larry-Fink-letter-to-CEOs-2018-1.pdf.

Jensen y Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, págs. 306-360.

National Investor Relations Institute (NIRI) (2013), «Social Media Use for Investor Relations», *NIRI White Paper*, disponible en: https://es.slideshare.net/NIRI_National/niriwhite-paper-social-media-use-in-investor-relations.

Natixis Investment Managers (2017), *When. Not if. Investor*, Insights Series.

OECD (2017), *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, disponibleen: https://www.oecd.org/cgfi/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf.

Porter, M. E. y Kramer M. R. (2011), «Creating Shared Value. How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth», *Harvard Business Review*, Ene.-Febr. 2011, págs. 6-77.

Stern, N. (2006), *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, London, H. M. Treasury.

United Nations (2016), *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*, disponible en: https://www.unpri.org.

Nuevo modelo de gobierno de la empresa bancaria

Enrique Castelló Muñoz
Catedrático de Economía de la Empresa. Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

La crisis financiera internacional iniciada en 2008 ha puesto de manifiesto la existencia de puntos débiles en el sistema de gobierno de las entidades financieras. Para encontrar soluciones a los problemas planteados, las autoridades de regulación y supervisión financieras han adaptado una serie de medidas para la mejora del modelo de gobierno de la empresa bancaria. Ello se enmarca en el contexto de las tendencias clave del *management*, tales como la responsabilidad social corporativa y buen gobierno. En este sentido, el devenir del ecosistema financiero se orienta hacia la reinvención de los servicios financieros focalizada en el cliente a través de una profunda transformación tecnológica y la cultura corporativa bancaria en un mercado global.

PALABRAS CLAVE

Ecosistema financiero, *Management*, Activos intangibles, Responsabilidad social corporativa, Transparencia, Gobierno corporativo, Finanzas sostenibles, Nueva banca.

1. Fundamentos de *management* en la industria financiera

La crisis financiera global ha ocasionado una profunda transformación para el sector financiero: la desaparición de muchas entidades, la irrupción de nuevos competidores digitales, el crecimiento de la banca en la sombra, cambio de hábitos del consumidor de servicios financieros, nuevo marco de regulación y supervisión financiera, el despegue de la banca ética, etc. Estos factores definen el escenario financiero actual y la banca se enfrenta a un entorno que a menudo se caracteriza como VUCA (acrónimo inglés): volátil, incierto, complejo y ambiguo. Entorno que ofrece oportunidades y presenta retos a la industria financiera como son: rentabilidad, reputación, revolución tecnológica, regulación y resiliencia (5Rs).

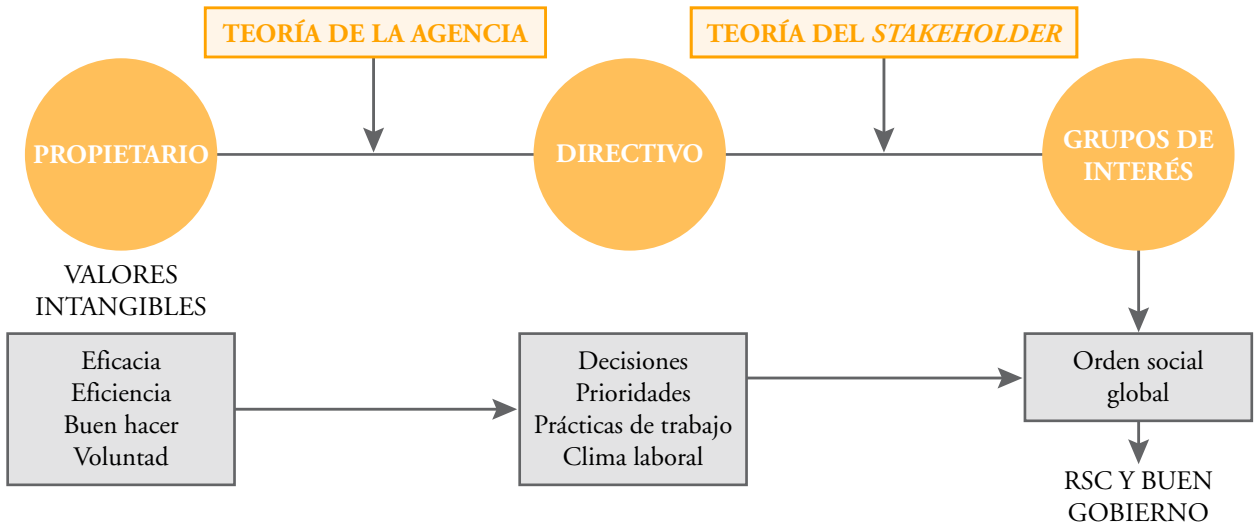
Para afrontar estos retos, es fundamental el compromiso de las entidades financieras con la sociedad, que comprendan los cambios que se están produciendo y que sean capaces de adaptarse a los mismos para recuperar la confianza y la reputación como activos intangibles de la empresa bancaria, y que cobran cada vez más peso en la denominada economía del conocimiento del siglo XXI.

Concretamente, el proceso de globalización de la economía y la transformación tecnológica han propiciado signos de cambio de valor y de paradigmas, entre los cuales mencionamos los siguientes: mayor afirmación de los valores y creencias individuales; la capacidad de discrepar, de ser distinto en la diversidad cultural; democratización en los lugares de trabajo (la implementación de estructuras más flexibles, planas y rápidas); el sentido del tiempo y del desarrollo de carrera (profesional con talento y de asunción de responsabilidades y de compromisos); y la forma de gobierno corporativo.

El *management* que emerge a pasos cada vez más firmes, desde la perspectiva del pensamiento sistémico (Bertalanffy, 1981), implica abandonar el viejo paradigma cartesiano muy útil para problemas estructurados pero inadecuado para la complejidad. Bajo este enfoque, la empresa bancaria no puede ser analizada por partes sino como un sistema compuesto de elementos interrelacionados, de manera, que las metas a lograr sean las del conjunto, esto es, las del sistema.

La actuación eficiente en el incierto entorno financiero actual exige un análisis profundo de los distintos aspectos de la actividad bancaria, que afectan al

Gráfico 1
Teorías y perspectivas del *management*



Fuente: Adaptación del informe «Tendencias en gestiones integrales» (2017).

objetivo de la administración bancaria de maximizar las ganancias en forma compatibles con niveles aceptables de riesgo; la captación de los depósitos y la concesión de créditos; la auditoría y el control; gestión de personas; *marketing*; comunicación y diseño de estrategias. Los directivos deben vigilar continuamente tanto los factores externos como los internos que alteran el negocio bancario.

En la nueva era del conocimiento, el factor clave de éxito está en los activos intangibles: intelectuales y emocionales. La empresa bancaria intensiva en conocimientos toma como formas básicas del capital intelectual o gestión del conocimiento: el capital humano, el capital estructural y el capital relacional. Por lo tanto, la ventaja competitiva depende de los recursos y capacidades que el banco sea capaz de desarrollar en respuesta a las necesidades del mercado.

En el marco de las teorías y perspectivas del *management* aplicadas a la empresa bancaria se sitúa el nuevo orden social global a través de las áreas de conocimiento: responsabilidad social corporativa y gobierno corporativo

El que la banca responda a las demandas sociales representa una ventaja competitiva y fuente de creación de valor para los grupos de interés o *stakeholders*. Esta postura cobra cada día más fuerza y sobre ella se sustenta la noción de responsabilidad social de la empresa y la justificación del modelo socioeconómico (orientación del socio *management*). Asimismo, el buen gobierno corporativo ha saltado al primer plano de atención desde hace unos años en la práctica totalidad de los mercados más desarrollados y de las empresas cotizadas.

2. Modelo estratégico-social de la banca

Durante la década de los noventa del siglo pasado han surgido al primer plano de interés socioeconómico y de la economía y gestión empresarial a nivel internacional dos cuestiones relevantes (AECA, 2008): el gobierno de la empresa (*Corporate Governance*) y la dirección del conocimiento y del capital intelectual. En consecuencia, la empresa bancaria se encuentra ante el reto de responder al nuevo escenario definiendo un nuevo modelo de banco, una nueva forma organizativa y un nuevo modelo de gobierno más estratégico y social.

En los debates sobre modelos de empresa y sistemas de gobierno existe una interrelación entre responsabilidad social corporativa y gobierno de la empresa, de tal

Cuadro 1
Objetivos por grupos de interés

Grupos de interés	Objetivos
Accionistas	Valor de la empresa, rentabilidad
Directivos	Crecimiento, poder
Empleados	Remuneración, promoción
Proveedores	Volumen de actividad, vinculación
Clientes	Calidad de servicio, precios justos
Competidores	Competencia leal
Estado	Empleo, I+D+i
Comunidad nacional	Bienestar social

Fuente: Elaboración propia.

forma que el término *stakeholder* expresa los grupos de interés que son más relevantes para la empresa bancaria y ante los cuales debe ser responsable.

La identificación de los grupos de interés se realiza a través de la determinación de los elementos que tienen una acción directa sobre el banco (grupos de interés internos), a diferencia de aquellos que tienen una influencia indirecta y que coinciden con los componentes del entorno (grupos de interés externos).

La primera responsabilidad de la empresa bancaria es el crear riqueza para todos los participantes en su gestión, también debe contribuir al bienestar integral de las comunidades en las que opera. El que el banco responda a las demandas sociales puede ser una ventaja competitiva y fuente de creación de valor para los grupos de interés. Esta postura es la más adecuada en la actualidad y sobre ella se sustenta la noción de responsabilidad social y la justificación del modelo socioeconómico.

Concretamente, se propone un nuevo modelo de banca capaz de reconocer la diversidad social y basado en la creación de valor para la sociedad (*stakeholders value*), en contraposición al modelo basado en la defensa exclusiva de los intereses del capital según el concepto de creación de valor para el accionista (*shareholders value*).

La importancia de la transparencia, del compromiso social de la banca y de la ética en las finanzas viene demandando una nueva forma de gobierno que se acelera a partir de las crisis recientes por las que ha venido atravesando el modelo tradicional o financiero-mercantil, que hasta ahora ha sido el imperante en aquellas empresas que basaban su objetivo en maximizar el valor para el accionista, desde una perspectiva de corto plazo (Stiglitz, 1985).

Ante esta realidad el nuevo modelo de gobierno, que también puede denominarse estratégico-social (Rajan y Zingales, 2000), parte de la visión de la empresa como organización o como proyecto comunitario, en el que entran en consideración los grupos de interés, por lo que el banco deberá crear valor para todos los *stakeholders* desde una perspectiva temporal a largo plazo.

El nuevo planteamiento de modelo de gobierno de la banca se basa en los aspectos siguientes: la creación de valor para el conjunto de los *stakeholders*, según la función de cada uno; creación de capital social; contratos relacionales basados en la confianza, lealtad y ética; valor de la reputación corporativa; compromiso social en los negocios.

En definitiva, el nuevo modelo de gobierno definido como estratégico-social aplicado a la empresa bancaria busca la satisfacción de los distintos grupos de interés, no solo de los accionistas, asegurando el diálogo y establecimiento de relaciones con todas las partes, con una visión holística del gobierno del banco. Su objetivo es

asociar la creación de valor económico con el compromiso social de la actividad bancaria. Este modelo como se verá a renglón seguido, se apoya en las corrientes que ha ido marcando el denominado *movimiento de reforma* durante los últimos años en relación con el *buen gobierno corporativo*.

3. Transparencia y buen gobierno en las finanzas

El modelo convencional de gobierno de la empresa bancaria responde a una visión reduccionista, dado que se limita a los esquemas jurídicos, los instrumentos financieros y cómo resolver los conflictos de intereses entre accionistas y directivos (teoría de agencia). En cambio, el modelo pluralista o *stakeholder* de buen gobierno considera como ejes centrales los siguientes: Adoptar unos mecanismos participativos de gobierno con los grupos de interés relacionados con el banco; orientarse hacia la creación de riqueza para todas las partes interesadas; y procurar la supervivencia a largo plazo de la empresa bancaria en un contexto de sostenibilidad, preservando la integración de su capital físico y financiero, su capital intelectual y el capital medioambiental.

Para implantar un buen gobierno corporativo con una perspectiva integradora de las distintas partes interesadas deben de tenerse en cuenta como principios generales: transparencia, disciplina, independencia, rendición de cuentas, sentido del deber e imparcialidad. Sin duda, los principios de gobierno corporativo de la OCDE de 2004 constituyen la referencia internacional por excelencia y la Comisión Europea recomienda que cada Estado miembro cuente con su propio código de buen gobierno.

Con la ley de transparencia de 2003 las sociedades cotizadas tienen que hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo, cuyo objetivo es ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de las sociedades y de su funcionamiento práctico.

En el sector bancario proliferan los códigos de conducta (conjunto de técnicas para conseguir determinados objetivos) y los códigos éticos (ponen el asunto en los principios y valores) (Fainé y Tornabell, 2001) para fomentar la responsabilidad social y el cumplimiento de criterios éticos en las entidades. Se conceptúan como instrumentos estratégicos de gestión para mejorar la imagen corporativa, dinamizar la cultura de empresa mediante el compromiso de las personas y promover el orgullo de pertenencia a la organización.

En España existen los códigos de Olivencia (1998), Aldama (2003), Conthe (2006). Este último unifica los dos anteriores con el propósito de aportar mayor transparencia al mercado y apoya los principios de *voluntariedad* y de *cumplir o explicar*, lo que mejorará el gobierno de las empresas. Para una mayor implicación de las empresas en el cumplimiento del código de buen gobierno, la CNMV (2016) ha elaborado unas recomendaciones de buenas prácticas.

De los principios de transparencia, responsabilidad, eficacia y eficiencia, que resumen las mejores prácticas en el marco del gobierno corporativo de la banca, así como de los códigos indicados, se desprende que la función general de la supervisión es la más genuina del consejo de administración y, dentro de ella, tres responsabilidades fundamentales: orientar la política del banco, controlar las instancias de gestión y servir de enlace con los accionistas (AECA, 2007).

Para mejorar el consejo de administración es esencial, entre otras recomendaciones, tener un plan sucesorio, diversidad de género, elegir a los consejeros con rigor e independencia y mantener informadas a todas las partes (1). Por otro lado, la formación de los consejeros es una prioridad en el buen gobierno, así como la comunicación entre el consejo y los inversores y *proxy advisors* (asesores de voto) (2) (Georgeson, 2013; Rodríguez, 2015; Deprés, Villegas y Ayora, 2017).

En el ámbito de la transparencia y de la formación financiera se une a la directiva comunitaria Mifid II, la de reforma de derechos de los accionistas de 2007, que pretende dar más transparencia a la actividad de los inversores. La intención de la empresa bancaria es la de mejorar la transparencia y la presentación de sus cuentas al mercado. La estrategia digital se ha convertido en una prioridad de la banca, que está abordando mejor la comunicación a través de sus webs corporativas, pero

aún queda camino por recorrer. En concreto, la información que ofrece a los inversores y sobre gobierno corporativo son dos claras áreas a mejorar (3).

Por otro lado, el Banco Central Europeo trata de prevenir que los bancos repitan los errores de la reciente crisis en el complicado escenario económico internacional y establece una serie de recomendaciones sobre la mejora en el funcionamiento del consejo de administración de los bancos, el perfil de los consejeros (más profesionales, con experiencia, independientes, dialogantes y honorables) y herramientas para evaluar la gobernanza (inspecciones, análisis de documentación, test adecuados y asistencia a los consejos) (BCE, 2017). También recomienda reducir el tamaño de los consejos y dotarlos de una independencia real más que formal.

Por otro lado, advierte que tanto los riesgos de cumplimiento normativo, *compliance*, como los de reputación, ciberseguridad y conducta, pueden poner en peligro la viabilidad del negocio. Emplaza a los bancos a vincular la retribución variable a los indicadores de riesgo. La sostenibilidad y la gobernanza entran en los planes de retribución de los directivos.

La Autoridad Bancaria Europea incluirá un análisis del impacto de las malas prácticas de la banca en las pruebas que realice para calibrar la salud del sector. En el futuro, el riesgo de mala conducta tendrá un tratamiento apropiado en los test de estrés a la banca (4). Algunas sociedades cotizadas fomentan el uso de los canales éticos de denuncia.

En síntesis, el gobierno corporativo de las entidades financieras se encuentra en un proceso de cambio y se impone un nuevo modelo más profesionalizado, transparente y responsable. Como consecuencia de la crisis financiera internacional, de la nueva regulación y supervisión financiera y la revolución tecnológica, es preciso reinventar los servicios financieros y trabajar de otra manera. En este contexto, aumenta la relevancia tanto del consejo de administración en su conjunto como del papel de los consejeros a la hora de garantizar los resultados económicos, la sostenibilidad de la banca y la contribución responsable a la sociedad. Para los bancos que no cotizan en Bolsa, el gobierno corporativo es un reto de futuro.

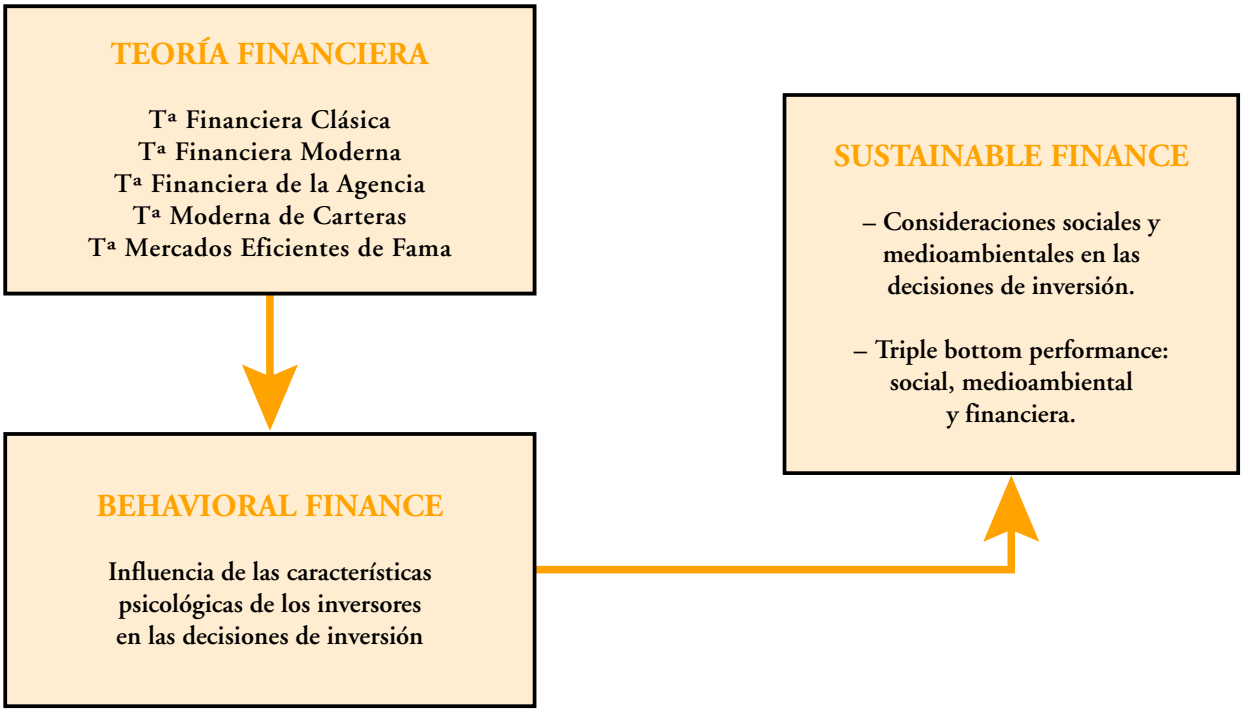
4. La gobernanza en la métrica de las finanzas sostenibles

Hasta no hace mucho, la empresa bancaria consideraba que con una buena gestión de sus activos tangibles, es decir, de sus aspectos físicos y financieros, era suficiente para la sostenibilidad del banco en el tiempo. Hoy sin embargo, la gestión de otros activos denominados intangibles, como el buen gobierno, la reputación corporativa, etc., se han convertido en los aspectos más valorados (Castelló, 2004). Asimismo, los valores sociales y éticos que integran la cultura bancaria ofrecen un modelo de implicación entre finanzas y ética que debe potenciarse en el futuro.

La introducción de los códigos de buen gobierno de la CNMV, bajo el principio de *cumplir o explicar,* trae consigo la elaboración de una información que necesariamente crea un escenario de pensamiento más transparente y detallado de la gestión que mejora la gobernanza de los bancos. De acuerdo con la normativa comunitaria de divulgación de información no financiera, los bancos deben informar en los informes anuales del impacto ambiental, social y de buen gobierno de su actividad. En los informes de gobierno corporativo se incluye toda la información relativa a la gobernanza y sus normas éticas (Bueno, 2004).

Desde la perspectiva evolutiva de las teorías financieras, nos encontramos en el momento presente con las finanzas sostenibles (Fernández, 2010), que trabajan con el esquema denominado *triple cuenta de resultados,* dado que se orienta a proporcionar información a terceros sobre aspectos financieros, sociales y medioambientales de la actividad de la empresa bancaria. Conceptualmente la inversión socialmente responsable (Castelló y Trias, 2011) considera tanto criterios financieros (rentabilidad-riesgo, como la inversión tradicional) como criterios extrafinancieros (5) (los denominados ASG-medioambientales, sociales y de buen gobierno) en los procesos de análisis y toma de decisiones de inversión, así como en el ejercicio de la propiedad activa (ejercicio de los derechos políticos inherentes a determinados activos financieros), sin tener por ello una menor rentabilidad (Spainsif).

Gráfico 2
Evolución de las teorías financieras



Fuente: Fernández At All (coordinadora) (2010).

Introducir la métrica de los intangibles en las finanzas permitirá a los bancos priorizar sus programas ambientales, sociales y de gobernanza en función del retorno esperado, estableciendo objetivos de sostenibilidad y abrir nuevos cauces de diálogo con sus grupos de interés. Para los inversores, poder incorporar el impacto de los factores ASG en las fórmulas tradicionales de valoración de empresas, ofrecerá un conocimiento más preciso del valor del banco a largo plazo y producirá decisiones de inversión más informadas. La información extrafinanciera atrae a los inversores ya que el 70% la considera esencial o importante a la hora de decidir los informes integrados (que agrupan la información financiera y extrafinanciera). Sin embargo, los inversores se enfrentan a un déficit en la calidad y el tipo de información no financiera que necesitan (6).

Todas las empresas se enfrentan a riesgos financieros y extrafinancieros que pueden poner en peligro su actividad. Las sociedades cotizadas, de hecho, deben describir esos riesgos potenciales en sus informes anuales de gobierno corporativo, que también deben recoger cómo los gestionan y los sistemas que han fijado para su control.

En este contexto, la agencia Standard & Poor lanza un nuevo sistema de calificación con el objetivo de evaluar el impacto de las empresas en el entorno natural y social en el que se encuentran, los mecanismos de gobernanza que han implantado para supervisar estos efectos y las pérdidas potenciales a las que pueden enfrentarse como consecuencia de su exposición a esos riesgos.

En la metodología que ha diseñado la agencia se medirá la gestión de los directivos y la gobernanza para determinar su eficiencia, su capacidad de planificación y si hay sensibilidad hacia los nuevos riesgos. Otros índices también reconocen a las empresas que hacen el desarrollo sostenible uno de los ejes del negocio como son: el Dow Jones Sustainability Index (DJSI), considerado el índice bursátil más importante en materia de buen gobierno y sostenibilidad social y medioambiental;

el FTSE4 Good es un índice bursátil que pretende responder al creciente interés que ha suscitado la inversión socialmente responsable a nivel mundial.

Entre los indicadores más comunes para medir la eficacia de gobernanza corporativa destacan los incluidos en el índice Gov-Score (Brown y Caylor, 2006): auditoría, consejo de administración, estatutos, formación de los consejeros, remuneración de consejeros y ejecutivos, propiedad, prácticas avanzadas y constitución de la empresa.

Recapitulando, la empresa bancaria tiene que evaluarse en base a distintos criterios, tanto en la dimensión financiera como social, abarcando desde aspectos de buen gobierno, innovación, riesgos, códigos de conducta, corrupción y diálogo con grupos de interés, hasta huella ambiental, gestión del cambio climático y biodiversidad, prácticas laborales, derechos humanos, cadena de suministros o filantropía.

5. Reflexiones finales

Las tendencias clave para las organizaciones bancarias se centran en la sostenibilidad (compromiso con los accionistas, creación de valor para los grupos de interés; objetivos de desarrollo sostenible de la ONU), reputación (los empleados como activo fundamental; inteligencia reputacional para tomar decisiones; métricas con conciencia, más éticas y humanas), y gobierno corporativo (transparencia; vinculación entre retribución y sostenibilidad; inversores institucionales pendientes del buen gobierno) (7).

La contribución que las grandes corporaciones vienen haciendo al desarrollo de la responsabilidad social corporativa se complementa con el gobierno corporativo. Hoy en día la transparencia es una dimensión indispensable de la responsabilidad social y factor vertebrador de la reforma de gobierno corporativo. Ambas disciplinas gozan en estos momentos de gran actualidad y son consideradas, como conceptos emergentes del nuevo *management* bancario. En los grandes bancos aparecen referentes recientes a estas cuestiones, considerando los proyectos sociales y éticos emprendidos como valores intangibles de carácter estratégico (Ansotegui, Gómez-Bezares y González, 2014).

El camino de la industria financiera para crear valor de forma sostenible pasa por su reconversión en una *nueva banca* que contribuya al progreso económico y social. La conducta bancaria no es suficiente con cumplir la legalidad, dado que las entidades financieras se enfrentan a muchos riesgos y de forma creciente al reputacional. Para promover las buenas prácticas bancarias hay que dotar de una visión humanista a la gestión mediante el desarrollo profesional del capital humano. Se trata de recuperar valores tradicionales, como la honradez, preparación y austeridad, sobre los que construir un nuevo modelo de banca.

Mirando al futuro, los objetivos de la empresa bancaria en sus planes estratégicos se centran en la rentabilidad, eficiencia y solvencia. Para ello, el *management* debe estar más cerca del mercado: el servicio al cliente como enfoque básico –banca de clientes o relacional–. Tras satisfacer las necesidades del consumidor financiero, es importante medir su percepción por el lado de la oferta. En relación con la protección de los clientes, la directiva europea Mifid II (en vigor desde enero de 2018) recomienda a los bancos potenciar la formación y el asesoramiento financiero.

Por otro lado, los procesos de reestructuración financiera, la adaptación a los cambios regulatorios, la entrada de nuevos competidores (*fintech*, gigantes tecnológicos), la banca digital, las fusiones transfronterizas y la culminación de la unión bancaria europea marcan el ecosistema financiero del futuro.

Ante estos retos, el directivo de la empresa bancaria tiene que generar ideas e impulsar nuevos proyectos; energía inagotable y de relación con las personas; buena preparación y honestidad. Cuanto mayor es el nivel tecnológico, tanto mayor es la exigencia de contactos personales.

Las nuevas orientaciones implican cambios de rumbo. En el caso de la industria financiera, cada vez adquieren más importancia como factores estratégicos la responsabilidad social, la transparencia, el buen gobierno y la ética. Ello supone un desafío para los directivos del sector financiero en una sociedad cambiante impulsada fundamentalmente por la globalización, digitalización, expectativas de los consumidores financieros (Feniks y Peverelli, 2011) y la nueva regulación y supervisión financiera. Estas tendencias

establecen las bases del futuro de las finanzas y conforman la nueva banca. Tener una cultura corporativa saludable es esencial para que el negocio bancario logre el éxito sostenible (8), siendo una de las grandes preocupaciones de los órganos de gobierno.

NOTAS

(1) Informe, *Beyond the Old Boys Network 2015*.

(2) Encuesta de PwC realizada a los consejeros en Estados Unidos.

(3) Nueva edición del estudio Webranking 2015-2016, que elabora la firma Comprend.

(4) La banca europea encara multas de 50.000 millones de euros por mala conducta. Los comportamientos irresponsables socavan la reputación de los bancos y provocan la pérdida de confianza de sus clientes.

(5) Real Decreto-Ley 18/2017, de transposición de la directiva de información no financiera.

(6) Informe, *Tendencias en gestión de intangibles 2017*.

(7) Trabajo de EY, *Tomorrow's Investment Rules 2.0*, de 2015.

(8) Encuesta de Mazars, *Board Leadership in Corporate cultura*, 2017.

BIBLIOGRAFÍA

AECA (2007), *Gobierno y Responsabilidad Social de la Empresa*, 4.

AECA (2008), *El nuevo modelo de empresa y de su gobierno en la economía actual*, 18.

Ansotegui, C.; Gómez-Bezares, F. y González, R (2014), *Ética de las finanzas*, editorial Desclée, Bilbao.

Bertalanffy, L (1981), *Teoría General de los Sistemas*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.

BCE (2017), *Guía de idoneidad de los consejeros de los bancos*.

Brown, L. D. y Caylor, M. L. (2006), «Corporate governance and firm valuation», en *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 25.

Bueno, E. (2004), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Pirámide, Madrid.

Castelló, E. (2004), «Los valores intangibles en las entidades financieras», *Papeles de Economía Española*, 101.

Castelló, E. y Trías, C. (2011), «La Inversión Socialmente Responsable en el escenario financiero», *Boletín de Estudios Económicos*, 202.

Deprés, M.; Villegas, R. y Ayora, I. (2017), *Manual de regulación bancaria en España*, Funcas, Madrid.

Faine, I. y Fornabell, R. (2001), *Pasión por la banca*, Deusto, Bilbao.

Feniks, R. y Peverelli, R. (2011), *Reinventar los servicios financieros*, Pearson, Madrid.

Fernández, M. A. (2010), *Finanzas sostenibles*, Netbiblo, La Coruña.

Georgenson (2013), *El gobierno corporativo y los inversores institucionales*.

Rajan, R. y Zingales, L. (2000), «The Governance of the New Enterprise», en X. Vives (ed), *Corporate Governance*, Cambridge University Press.

Rodríguez Inciarte, M. (2015), «Corporate governance para la gestión y control del riesgo», *En 31 claves para la gestión de riesgo en entidades bancarias. Nuevos riesgos, nuevos retos*, Colegio de Economistas de Madrid.

Spainsif, *Manual de la Inversión Socialmente Responsable*, Madrid.

Stiglitz, J. (1985), «Cedrit market and the control of capital», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17.

Retos de gobernanza en las empresas familiares españolas

Lázaro Rodríguez Ariza
Universidad de Granada

María Concepción López Fernández
Universidad de Cantabria

Ignacio Requejo Puerto
Universidad de Salamanca

María Elena Gómez Miranda
Universidad de Granada

Marta Pérez Pérez
Universidad de Cantabria

RESUMEN

Sobre la base de una encuesta telefónica realizada a finales de 2016 a 1005 CEO o responsables de empresas familiares, cuyos resultados fueron empleados en el informe elaborado conjuntamente por el Instituto de la Empresa Familiar y la Red de Cátedras de Empresa Familiar, y publicado en 2018 con el título: *Factores de Competitividad y Análisis Financiero en la Empresa Familiar*, complementada con datos financieros, en el presente artículo se reflexiona sobre algunas de las características y principales retos de gobernanza de las empresas familiares españolas.

PALABRAS CLAVE

Empresa familiar, Gobierno corporativo, Gobierno familiar, Familia empresaria.

La relevancia de las empresas familiares en la economía mundial, incluyendo la española, es incuestionable, ya que este tipo de empresa representa la forma de organización dominante a nivel global (García Sánchez y cols., 2016). En concreto, en España, según el informe *La empresa familiar en España 2015* (Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2016: 17), *las empresas familiares constituyen la columna vertebral de la economía española, tanto por su relevancia cuantitativa, al representar el 90% del tejido productivo, el 60% del valor añadido bruto y el 70% del empleo privado, como por la importancia cualitativa, que ha quedado patente, por ejemplo, durante la crisis, al demostrar un mayor compromiso con el entorno y en concreto con el empleo, aun a costa de una menor rentabilidad.* Por ello, es conveniente profundizar en sus singularidades para comprender mejor cómo repercuten en su éxito y continuidad, lo que se trasladará a cuestiones tales como la tasa de empleo o creación de riqueza a nivel regional y de país (Memili y cols., 2015).

Aunque el tema del gobierno corporativo haya sido objeto de estudio de abundante investigación académica en el ámbito de la economía y la empresa, no por ello deja de tener interés y actualidad. De hecho, se sigue considerando uno de los principales factores tanto para el buen funcionamiento de las empresas –estando positivamente relacionado con diversas medidas de desempeño (Cuadrado-Ballesteros y cols., 2017)– como para su desaparición. Los conflictos entre socios son la principal causa de mortalidad de

las empresas. Y si esto es así para cualquier tipo de empresa, alcanza particular importancia en el caso de las familiares. Además, el reto de la sucesión es una de las claves que influyen en la gestión de las empresas familiares y de las familias empresarias.

El punto de partida para los análisis que se presentan a continuación es el universo de empresas españolas (familiares y no familiares) identificado en el mencionado estudio del Instituto de la Empresa Familiar y la Red de Cátedras de Empresa Familiar (2016), *La empresa familiar en España 2015*. Los diferentes criterios para clasificar a una empresa como familiar se detallan en dicho estudio. A partir del universo de empresas familiares identificado, se realizó una encuesta telefónica a finales de 2016 a 1.005 CEO (*chief executive officer*) o responsables de empresas familiares (error muestral: +/- 3,08%; P=Q=50% y alfa=0,05; tasa de respuesta, 11,93%), representativos del universo de partida de empresas familiares españolas. Los resultados de la encuesta, que constituyen la base del presente artículo, fueron empleados en el informe elaborado conjuntamente por el Instituto de la Empresa Familiar y la Red de Cátedras de Empresa Familiar, y publicado en 2018 con el título: *Factores de competitividad y análisis financiero en la empresa familiar*. Tal y como se explica en el mencionado estudio, la información obtenida de la encuesta fue complementada con datos financiero-contables obtenidos de la base de datos SABI con una periodicidad bianual entre 2007 y 2015. Por consiguiente, las variables financieras empleadas para obtener los resultados que se exponen a continuación abarcan cinco años: 2007, 2009, 2011, 2013 y 2015. Además de la información descriptiva que se comenta en los siguientes apartados, los análisis que se presentan han consistido básicamente en test de diferencia de medias en las principales medidas de desempeño y crecimiento entre grupos de empresas familiares creados en base a diversas dimensiones que las caracterizan. Este tipo de análisis univariante nos permite determinar si hay diferencias significativas entre empresas. El objetivo principal es reflexionar de forma exploratoria sobre algunas de las características y principales retos de gobernanza en las empresas familiares españolas.

1. Relevancia y peculiaridades de la gobernanza en las empresas familiares

Las periódicas crisis económicas y los grandes escándalos financieros hacen que el tema del gobierno corporativo haya adquirido especial relevancia. Además, factores como la globalización, la integración de los mercados financieros, el proceso de privatización e institucionalización que se ha propiciado en distintos países y una participación empresarial más activa de inversores institucionales y *stakeholders* crean la necesidad de una mejor gestión y gobernanza en las empresas.

El gobierno corporativo nace con el proceso de apertura y transmisión de información corporativa desde aquellos que ostentan una participación significativa en la propiedad de la empresa (accionistas mayoritarios) y los que se encargan de dirigirla (gerentes y directivos) hacia los accionistas minoritarios, como respuesta a la necesidad de estos últimos de conocer el estado de su inversión y cuáles son sus expectativas futuras (Shleifer y Vishny, 1997). Actualmente se ha convertido no solo en un objetivo de recomendado cumplimiento sino en uno de los mayores imperativos en el mundo de los negocios. Las empresas han descubierto que un buen sistema de gobernanza aumenta los ingresos, proporciona una mejor gestión de riesgo, mejora la satisfacción y reputación entre los inversores y permite un mejor acceso a los mercados de capitales (Ramaswamy y cols., 2008). En el caso de las empresas familiares, las decisiones sobre expansión, crecimiento, internacionalización, formación o innovación están en gran medida ligadas a dos realidades (familia y empresa) que conviven y se coordinan a través de las diferentes normas, principios, órganos y procedimientos que constituyen el gobierno corporativo.

El gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de estrategias adoptadas por las empresas con el objetivo de garantizar la toma de decisiones, su continuidad en el mercado, el valor de la firma y los intereses de sus *stakeholders*. La OCDE (2004) lo define como el sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas. Para el Banco Mundial, el gobierno corporativo se promueve a través de la imparcialidad corporativa, la transparencia y la rendición

de cuentas a los interesados. Por lo tanto, el gobierno corporativo protege los derechos y garantiza el tratamiento equitativo de todos los accionistas.

La separación entre propiedad y control ha creado la necesidad de la adopción de mecanismos de gobierno corporativo que aseguren la alineación de los intereses de accionistas y gerentes con el objetivo de garantizar un proceso de toma de decisiones eficiente y la maximización del valor de la empresa (Cuervo, 2002). En líneas generales, se pueden identificar dos dimensiones en el gobierno corporativo: internas y externas. Las dimensiones internas se refieren al consejo de administración (CA), en aspectos relacionados a su composición, tamaño y dualidad del presidente y la posición ejecutiva más alta (CEO), la estructura de propiedad (participación y concentración accionarial, identidad del accionista) y la presencia de comités de apoyo al CA. Otros mecanismos internos tienen que ver con la remuneración directiva y la estructura de capital. Por su parte, las dimensiones externas se centran en el sistema legal, el mercado de control corporativo, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral gerencial, el entorno competitivo y las instituciones formales e informales (Walsh y Seward, 1990). Además, es preciso tener en cuenta que la relevancia que adquiere cada uno de ellos evoluciona con el tiempo y varía entre países y empresas.

Siendo esto así, también hemos de tener en cuenta las peculiaridades del gobierno corporativo en las empresas familiares (Pindado y Requejo, 2015). Normalmente se identifica a las empresas familiares como tales en base a tres dimensiones (Chua y Gray, 2010): 1) Control en manos de los miembros de una familia (1). 2) Al menos las directrices estratégicas a largo plazo son establecidas por los miembros de la familia empresaria (es decir, la implicación activa de los miembros de la familia empresaria en la gestión de la compañía). 3) El deseo de que el control de la empresa siga siendo ejercido por las sucesivas generaciones familiares. Por lo tanto, la familia y las relaciones familiares influyen fuertemente en la evolución, gestión y objetivos (económicos y no económicos) de este tipo de empresas, y viceversa (Madison y cols., 2016). Además, las empresas familiares se caracterizan por la importancia que confieren a objetivos no financieros, tales como la identidad, la reputación, la longevidad y la preservación de una imagen positiva en la esfera pública (Berrone y cols., 2010). Con el fin de crear oportunidades para las futuras generaciones de la familia, asegurar la supervivencia del negocio y obtener una imagen positiva en el mercado, las empresas familiares tratan de llevar a cabo acciones que son valoradas positivamente por la sociedad. De esta manera, intentan satisfacer las demandas de las partes interesadas. Toma así protagonismo la preservación de la denominada riqueza socioemocional (Gómez-Mejía y cols., 2007).

En el caso de las empresas familiares, según la teoría de la agencia, la presencia de un director general y/o un presidente del consejo de administración que pertenezca a la familia propietaria puede aliviar el conflicto entre propiedad y dirección. Esto, a su vez, debería mejorar el rendimiento corporativo, ya que los intereses de la familia y los directivos estarán mejor alineados (Liu y cols., 2012). Sin embargo, la teoría de la agencia también identifica el conflicto principal-principal; es decir, el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios, que puede afectar de manera adversa al desempeño corporativo (Jiang y Peng, 2011b). Este conflicto puede agravarse por la presencia de un presidente del consejo y/o director general de la familia, debido a que estos pueden afianzarse en el cargo y tratar de utilizar su poder para obtener beneficios personales o familiares a expensas de los accionistas minoritarios (Peng y Jiang, 2010).

Por todo lo anterior, resulta especialmente oportuno y necesario analizar la gobernanza de la empresa familiar (y de la familia empresaria), en un contexto institucional específico, como es el español. La importancia de centrar el análisis del gobierno corporativo en la empresa familiar radica, entre otros motivos, en la presencia de objetivos no estrictamente financieros en este tipo de instituciones.

2. Dirección estratégica de la empresa familiar y hoja de ruta de la familia empresaria: objetivos prioritarios

Las investigaciones más recientes en el ámbito de la empresa familiar ponen de relieve que, aparte de objetivos económicos, este tipo de empresa persigue otros

de índole socioemocional, entre los que destacan la buena imagen de la empresa y la buena reputación de la familia (Block y Wagner, 2014). Esto explica que la empresa familiar emprenda actividades para beneficiar a sus *stakeholders* no familiares (Zellweger y cols., 2013). Tales actividades van generalmente encaminadas a proteger la reputación de la empresa (Dyer y Whetten, 2006) y tienen que ver con el establecimiento de relaciones a largo plazo basadas en la confianza con sus clientes (Levenburg, 2006), la realización de inversiones para evitar daños medioambientales (Berrone y cols., 2010) o el mantenimiento de su plantilla (Block, 2010). Otro aspecto a tener en cuenta es la preocupación de la empresa familiar por su reputación cuando el nombre de la familia se asociada con ella (Uhlaner y cols., 2004), implicándose incluso en actividades filantrópicas (Feliú y Botero, 2015). De hecho, la reputación de una empresa familiar depende en gran medida del reconocimiento de su nombre (Deephouse y Jaskiewicz, 2013) y de un comportamiento socialmente responsable con su comunidad (Hoffman y cols., 2006).

En cuanto a la encuesta empleada en el estudio *Factores de competitividad y análisis financiero en la empresa familiar* (Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2018), esta incluye preguntas sobre la percepción que las empresas familiares tienen acerca del sentido de su naturaleza familiar y las ventajas que ello les reporta, tanto en términos económicos como socioemocionales. En este sentido, solo el 11,5% de las empresas encuestadas manifestó que el carácter familiar les perjudica como empresa, frente al 42,9% que consideran que les favorece o el 40,7% que considera que es indiferente. Además, según los resultados de la encuesta, el 7,1% de las empresas familiares pertenece a alguna asociación de empresas familiares de carácter territorial y, de ellas, el 68,0% considera que les favorece de manera decisiva en su desarrollo.

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, se defiende que la orientación al largo plazo y la preocupación por la reputación de la empresa familiar determinan un interés mayor por la supervivencia frente a la obtención del máximo beneficio en el corto plazo, lo que se traduce en un menor número de conflictos de agencia y una mayor accesibilidad a los recursos necesarios (Yang, 2010). Dado que la empresa familiar persigue crear valor para las siguientes generaciones (Miller y Le Breton-Miller, 2005), su orientación en el largo plazo le permite generar activos como la imagen de la propia empresa (Zellweger y cols., 2012a), invertir en capital social relacional (Zellweger y cols., 2012b) y crear una reputación favorable en lugar de perseguir exclusivamente resultados financieros a corto plazo (Miller y cols., 2008). De hecho, la propia naturaleza de la empresa familiar, orientada a hacer crecer lo creado, a controlarlo y a proteger su nombre, permite que se eviten actuaciones que puedan menoscabar la confianza de sus *stakeholders*.

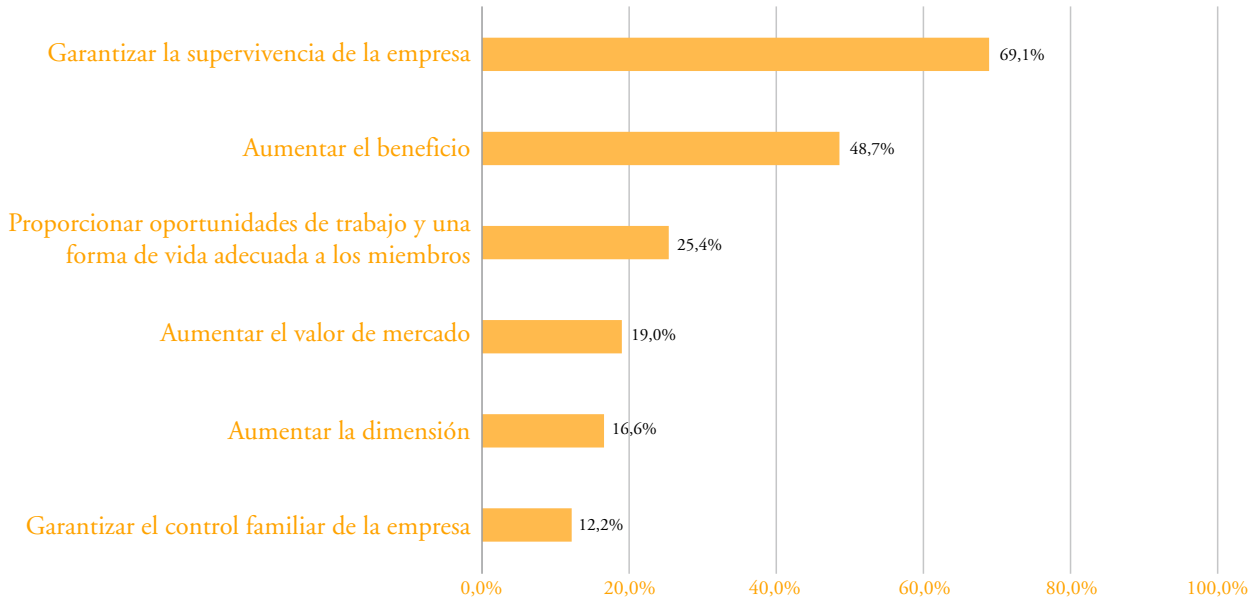
En el caso de las empresas familiares españolas, el sentimiento de garantizar la continuidad de la empresa (69,1%) supera en relevancia a los objetivos económicos (48,7%) que suelen caracterizar a las empresas que no tienen un carácter familiar, tal y como puede comprobarse en el gráfico 1.

También se derivan de la encuesta algunos resultados interesantes, e incluso contraintuitivos, en relación a los objetivos prioritarios señalados por las empresas familiares. Por ejemplo, las empresas familiares que indican como objetivo principal aumentar el beneficio de la compañía obtienen peores rentabilidades (*return on assets*, ROA). Sin embargo, las empresas que identifican el aumento de su dimensión como objetivo prioritario consiguen rentabilidades superiores. El deseo de garantizar el control familiar también parece ser positivo en términos de rentabilidad (ROA).

3. Estructura de propiedad y conflictos de agencia en la empresa familiar

La estructura de propiedad tiene un papel central a la hora de determinar en qué medida los intereses de los accionistas se alinean con los de los directivos. Cabe esperar que la convergencia de intereses entre propietarios y directivos contribuya a reducir los conflictos entre ambos y, por lo tanto, se traduzca en un incremento de valor para la empresa. Sin embargo, cuando la concentración de la propiedad es alta puede dar lugar a que los accionistas mayoritarios persigan sus propios objetivos sin temor a represalias. No obstante, en líneas genera-

Gráfico 1
Principales objetivos de la empresa familiar española



Fuente: Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2018:33).

les, la estructura de propiedad representa un mecanismo para reducir los costes de agencia asociados con la separación entre propiedad y gestión, y es utilizada para proteger los derechos de los propietarios, constituyendo un elemento importante para el diseño de mecanismos de buen gobierno (Chen y cols., 2006).

La concentración de propiedad en manos de la familia, además de constituir una de las dimensiones que definen a la empresa familiar (Sharma y cols., 2012), es comúnmente considerada representativa de la implicación familiar en la organización y, por consiguiente, de la influencia que la participación familiar ejerce sobre la empresa (Anglin y cols., 2017). La implicación de la familia determina, en parte, el poder que esta ostenta para establecer los objetivos de la organización y las estrategias que permitan alcanzarlos, así como el funcionamiento general de la compañía (Deephouse y Jaskiewicz, 2013). No obstante, una influencia excesiva por parte de la familia está asociada con algunas barreras que pueden obstaculizar su crecimiento, tales como la aversión a nuevos desafíos y oportunidades, la rigidez empresarial o los conflictos familiares. A esto se une la mayor dependencia de los fondos generados internamente, así como de los ahorros y la riqueza familiar, frente a alternativas de financiación que puedan poner en riesgo la propiedad familiar de la empresa (Croce y Martí, 2016).

En las empresas de nuestra muestra, en promedio, el 95% de la propiedad está en manos de la familia. También hemos identificado diferencias significativas entre empresas familiares según el grado de concentración de la propiedad, distinguiendo entre: 1) empresas de propiedad dispersa (serían aquellas con un porcentaje de propiedad en manos de la familia inferior al 50%) y 2) empresas de propiedad concentrada (aquellas cuyo porcentaje de propiedad familiar directa es superior al 50%). Las principales diferencias encontradas se resumen en que, tal y como era previsible, en las empresas de propiedad concentrada es más frecuente la presencia de un CEO que pertenece a la familia propietaria. En el caso de las empresas de propiedad dispersa, las diferencias se reflejan en que es más frecuente que posean un plan estratégico formal y mantengan como objetivos prioritarios el desarrollo de innovaciones de tipo comercial y la cooperación con universidades y centros de investigación.

En relación a la generación propietaria y directiva, nuestros datos revelan que antes de la transmisión de la propiedad se produce la entrada de la siguiente generación en la dirección de la empresa. El 16,5% de las empresas cuya propiedad está en manos de la primera generación son dirigidas por la segunda generación; en el caso de empresas familiares propiedad de la segunda generación, el 11,1% de ellas está dirigido por una generación diferente; el porcentaje asciende al 18,7% si la propiedad está en manos de la tercera generación. También es preciso señalar que el carácter intergeneracional de la empresa familiar se articula en algunos casos de una forma alternativa. En concreto, en algunas empresas de la muestra, aunque la propiedad se ha transmitido a la siguiente generación, la dirección del negocio aún recae en miembros de generaciones previas. Todo esto indica que, en numerosos casos, en las empresas familiares conviven varias generaciones con diferentes roles, siendo este uno de los rasgos característicos de los negocios familiares.

En términos generales, cabe esperar que los CEO familiares contribuyan a reducir los conflictos de agencia entre directivos y accionistas (Jensen y Meckling, 1976), lo cual es beneficioso para las empresas. Además, un CEO familiar está más comprometido con la empresa y, por lo general, tiene más experiencia e información sobre el negocio (Bertrand y Schoar, 2006). Los CEO pertenecientes a la familia también actuarán con más prudencia, dado que la empresa familiar se percibe como un proyecto a largo plazo. Finalmente, los CEO familiares pueden acceder a los recursos necesarios para el desarrollo del negocio y reducir las restricciones de información a través de sus redes. Sin embargo, tener un CEO familiar aumenta la probabilidad de expropiación en perjuicio de los accionistas minoritarios y otros grupos de interés. Esta situación es más probable en contextos cuyas instituciones están menos desarrolladas y puede ser perjudicial tanto para la inversión como para el valor de la empresa (Lien y Li, 2014). Además, en ocasiones se elige a un CEO que es miembro de la familia en base a consideraciones que nada tienen que ver con sus habilidades profesionales (Pérez-González, 2006) y sus decisiones son objeto de menor control en comparación con la conducta de los CEO ajenos a la familia. Del mismo modo, el altruismo familiar hace que sea difícil castigar a un CEO familiar de bajo rendimiento (Schulze y cols., 2003). Esta última circunstancia puede ser más común en entornos de alta concentración de la propiedad, donde los objetivos socioemocionales tienden a prevalecer (Miralles-Marcelo y cols., 2014).

En nuestra muestra, la propiedad familiar en manos de la primera generación es más frecuente en empresas que operan en los sectores de comercio al por mayor, manufactura y construcción. Asimismo, las empresas familiares cuya propiedad está en manos de la primera generación se caracterizan por tener un CEO con estudios de carácter no universitario y cuya antigüedad en la empresa es inferior a 20 años. En el 91% de estas empresas, el CEO es miembro de la empresa familiar propietaria y la empresa tiene una antigüedad mayoritariamente entre 11 y 20 años. La propiedad en manos de la tercera o sucesivas generaciones predomina entre las empresas comprendidas en los sectores de suministro y energía, y actividades financieras y de seguros. Las empresas familiares que han alcanzado al menos la tercera generación suelen tener un CEO con formación universitaria y una antigüedad en el cargo de más de 30 años. Asimismo, con mayor frecuencia estas empresas tienden a plantear como objetivo principal innovaciones de proceso y comerciales.

4. Participación de la familia empresaria en los órganos de gobierno de la empresa familiar

Si analizamos las características relacionadas con la participación familiar en los órganos de gobierno y en la dirección de las empresas familiares, observamos que, en general, las empresas de la muestra están gestionadas mayoritariamente por un CEO masculino y con una antigüedad media de 17,9 años en el cargo. Un 90% de CEO pertenecen a la familia propietaria, sin haber cursado estudios universitarios en el 48% de los casos.

Si comparamos a las empresas familiares cuyo CEO pertenece a la familia con aquellas que tienen un CEO no familiar, observamos que estas últimas crean más empleo y consiguen mayores rentabilidades. Por lo tanto, los resultados avalan la tesis de que cuando un profesional ajeno a la familia se encarga de la gestión del negocio, hay una menor aversión a la contratación

Cuadro 1

Presencia de la familia empresaria en los órganos de gobierno de la empresa familiar española

(Datos en porcentaje)

	Existe		Porcentaje mujeres	Porcentaje accionistas	Porcentaje familiares
	Sí	No			
Administrador único	61,2	38,8	20,16	94.96	95.93
Administradores mancomunados o solidarios	32,7	67,3	30,38	94,13	93,43
Consejo de administración (CA)	35,0	65,0	31,90	90,70	90,65
Equipo directivo	37,9	62,1	28,76	66,76	69,23
Junta de accionistas	25,6	74,4	32,71	100,00	88,93

Fuente: Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2018:32).

de trabajadores externos y menos incentivos para nombramientos que lleven a pensar en posible nepotismo. Este resultado puede deberse, al menos en parte, a que el nivel de formación de los CEO es mayor en empresas familiares con CEO que no pertenecen a la familia propietaria.

En relación con la formación del CEO, se observa que las empresas familiares cuyo principal directivo tiene estudios universitarios de perfil económico experimentan un mayor crecimiento, tanto en sus ingresos como en el número de trabajadores, y obtienen unas mayores tasas de rentabilidad.

Como cabría esperar, la profesionalización de las empresas familiares, que en cierta medida se refleja en la elaboración de un plan estratégico, es positiva para la evolución del negocio. De hecho, los resultados indican que las empresas familiares más profesionalizadas alcanzan mayores rentabilidades.

El cuadro 1 resume cuáles son los órganos de gobierno más frecuentes en las empresas familiares españolas y la composición de dichos órganos en términos de presencia de mujeres, accionistas y miembros de la familia.

En relación con el CA, cabe subrayar que constituye el principal órgano de control interno y autoridad legal en la empresa, convirtiéndose en un mecanismo supervisor y consultor de la alta dirección. Johnson y cols. (1996) sugieren que el CA tiene tres importantes funciones: 1) supervisar las acciones del equipo directivo, 2) servir de órgano consultor del CEO, y 3) actuar como gestor de recursos externos. La calidad y efectividad de la actuación supervisora del CA están condicionadas por tres características: 1) su composición entendida como la proporción de consejeros independientes, 2) el tamaño, y 3) la participación accionarial de sus miembros. Otro aspecto decisivo relacionado con el CA es la separación de las funciones entre CEO y presidente. Estudios adicionales se han centrado en factores como la rotación de los consejeros y la influencia que tienen las características individuales de los mismos sobre el desempeño de la compañía.

En el caso de las empresas familiares españolas, según los datos de nuestra muestra, el 61,2% de las compañías cuenta con un administrador único y solo el 35,0% de las empresas familiares poseen un CA. El administrador único es más frecuente en empresas gestionadas y cuya propiedad está en manos de la primera generación. Por el contrario, el administrador mancomunado es más habitual en empresas que se encuentran en su segunda generación (tanto en términos de propiedad como de gestión). Con respecto a la presencia femenina en los órganos asociados a la dirección y gobierno de la empresa, se comprueba que, en la empresa familiar, el 28,8% de los directivos son mujeres. En promedio, el 31,9% de los CA de las empresas familiares cuenta con alguna mujer.

Si relacionamos la presencia de estos órganos de gobierno en la empresa familiar española con indicadores

de crecimiento, observamos que, en líneas generales, las empresas familiares con estructuras más profesionalizadas son las que consiguen un mayor crecimiento, al menos en algunas de las tres dimensiones consideradas (ingresos, empleo o volumen de activos). Así, por ejemplo, las empresas familiares con CA experimentan mayor crecimiento en ingresos y total de activos. Por su parte, contar con un equipo directivo permite crecer más en volumen de activos. Las sociedades anónimas, que cuentan con la junta general de accionistas, son las que presentan mayor crecimiento en ingresos.

5. Conclusión

La gobernanza de la empresa familiar abarca la definición de los roles de los actores específicos que aparecen en la familia empresaria y en la empresa familiar (es decir, la familia de los propietarios, que puede prestar servicios en puestos, directivos o no, en la empresa familiar; aquellos familiares que simplemente participan como inversores; y el personal directivo no vinculado a la familia), así como sus tareas y responsabilidades en el devenir de la compañía familiar. Cada uno de los grupos que influyen en las decisiones de la empresa tiene sus propios intereses y expectativas, que pueden ser heterogéneos e incluso contradictorios entre sí, lo cual, en efecto, puede reflejarse en el carácter de las relaciones entre ellos (no siempre amistosas y pacíficas).

En la realidad española, la familia controla la propiedad de la empresa sin la participación de socios externos en una gran mayoría de casos. Es muy frecuente también que los miembros de la familia empresaria sean, a su vez, propietarios y directivos del negocio. Aunque casi la mitad de las empresas ha realizado el relevo generacional, bien en la propiedad o en la gestión, la mayoría de empresas familiares no tiene designado un sucesor, si bien con frecuencia esperan que sea un miembro de la familia. Existen órganos de gobierno familiar, como el consejo de familia, solo en algo más de un 10% de las empresas familiares, siendo análogo el porcentaje de empresas que manifiestan contar con un protocolo familiar. Cuatro de cada cinco empresas familiares que no tienen protocolo familiar indican que tampoco tienen intención de elaborarlo.

Además, en la mayoría de los casos (56,2%), el porcentaje de familiares que ocupan puestos directivos con formación universitaria es inferior al 50%. Por otra parte, solo el 38,9% de las empresas de la muestra afirma que más de un 50% de sus directivos familiares posee experiencia fuera del ámbito de la empresa familiar. Estas cifras ponen de manifiesto la necesidad de seguir fomentando y trabajando en la profesionalización de las empresas familiares españolas y en una mejor planificación de la continuidad generacional.

Todo ello, unido al hecho de que un aspecto a mejorar en la empresa familiar es la formación de sus directivos y administradores, que presentan niveles de estudios inferiores a los de sus homólogos de empresas no familiares, pone de relieve que todavía queda un largo camino por recorrer en la mejora objetiva de la gobernanza y profesionalización empresarial, en la que todos deberíamos involucrarnos.

NOTA

(1) Aunque normalmente se habla de la *propiedad* en manos de la familia empresaria, por nuestra parte preferimos emplear el término *control*, que es el utilizado en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del *International Accounting Standards Board* y, por lo tanto, mucho más operativo en la práctica (véase las NIIF 10, 11 y 12).

BIBLIOGRAFÍA

Anglin, A. H.; Reid, S. W.; Short, J. C.; Zachary, M. A., y Rutherford, M. W. (2017), «An Archival Approach to Measuring Family Influence: An Organizational Identity Perspective», *Family Business Review*, 30(1), 19-36.

Berrone, P.; Cruz, C.; Gómez Mejía, L. R. y Larraza Kintana, M. (2010), «Socio-emotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less», *Administrative Science Quarterly*, 55(1): 82-113.

Bertrand, M. y Schoar, A. (2006), «The role of family in family firms», *Journal of Economic Perspectives*, 20(2): 73-96.

Block, J. H. y Wagner, M. (2014), «The effect of family ownership on different dimensions of corporate social responsibility: Evidence from large US firms», *Business Strategy and the Environment*, 23(7): 475-492.

Block, J. H. (2010), «Family management, family ownership, and downsizing: Evidence from S&P 500 firms», *Family Business Review*, 23(2): 109-130.

Chen, J.; Chen, D. H. y Chung, H. (2006), «Corporate control, corporate governance and firm performance in New Zealand», *International Journal of Disclosure and Governance*, 3(4): 263-276.

Chua, G. y Gray, S. J. (2010), «Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong», *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19: 93-109.

Croce, A. y Martí, J. (2016), «Productivity growth in private-equity-backed family firms», *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 40(3): 657-683.

Cuadrado-Ballesteros, B.; Rodríguez-Ariza, L.; García Sánchez, I. M. y Martínez-Ferrero, J. (2017), «The mediating effect of ethical codes on the link between family firms and their social performance», *Long Range Planning*, 50: 756-765.

Cuervo, A. (2002), «Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control», *Corporate Governance: An International Review*, 10(2): 84-93.

Deephouse, D. L. y Jaskiewicz, P. (2013), «Do family firms have better reputations than non-family firms? An integration of socioemotional wealth and social identity theories», *Journal of Management Studies*, 50(3): 337-360.

Dyer, J. W. G. (2006), «Examining the family effect on firm performance», *Family Business Review*, 19(4): 253-273.

Feliú, N. y Botero, I. C. (2015), «Philanthropy in family enterprises: A review of literature», *Family Business Review*, 29(1): 121-141.

García-Sánchez, M. I.; Rodríguez Ariza, L.; Martínez-Ferrero, J. y Lorenzo-Gómez, J. D. (2016), «Family business and economic growth: An international analysis», en: *Analysis, Measures and Impact on Economic Growth*, ed. Nova Science Publishers.

Gómez-Mejía, L. R.; Haynes, K.; Núñez-Nickel, M.;, Jacobson, K. J. L. y Moyano-Fuentes, J. (2007), «Socioemotional wealth and business risks in family controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills», *Administrative Science Quarterly*, 52: 106-137.

Hoffman, J.; Hoelscher, M. y Sorenson, R. (2006), «Achieving sustained competitive advantage: A family capital theory», *Family Business Review*, 19(2): 135-145.

Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2016), *La empresa familiar en España* (2015), ed. Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona.

Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2018), *Factores de competitividad y análisis financiero en la empresa familiar*, ed. Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

Jiang, Y. y Peng, M. (2011b), «Principal-principal conflicts during crisis», *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4): 683-696.

Johnson, J. L.; Daily, C. M. y Ellstrand, A. E. (1996), «Board of directors: A review and research agenda», *Journal of Management*, 22(3) : 409-438.

Levenburg, N. M. (2006), «Benchmarking customer service on the Internet: Best practices from family business», *Benchmarking International Journal*, 13: 355-373.

Lien, Y. C. y Li, S. (2014), «Professionalization of family business and performance effect», *Family Business Review*, 27(4): 346-364.

Liu, W.; Yang, H. y Zhang, G. (2012), «Does family business excel in firm performance? An institution-based view», *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4): 965-987.

Madison, K.; Holt, D. T.; Kellermanns, F. W. y Ranft, A. L. (2016), «Viewing family firm behavior and governance through the lens of agency and stewardship theories», *Family Business Review*, 29(1): 65-93.

Memili, E.; Fang, H.; Chrisman, J. J. y De Massis, A. (2015), «The impact of small –and medium– sized family firms on economic growth, *Small Business Economics*, 45(4): 771-785.

Miller, D. y Le Breton-Miller, I. (2005), «Management insights from great and struggling family businesses», *Long Range Planing*, 38(6): 517-530.

Miller, D.; Le Breton-Miller, I. y Scholnick, B. (2008), «Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family business», *Journal of Management Studies*, 45(1): 51-78.

Miralles-Marcelo, J. L.; Miralles-Quirós, M. M. y Lisboa, I. (2014), «The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain», *Journal of Family Business Strategy*, 5: 156-168.

OECD (2004), *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*, París: OCDE.

Peng, M. y Jiang, Y. (2010), «Institutions behind family ownership and control in large firms», *Journal of Management Studies*, 47: 253-273.

Pérez-González, F. (2006), «Inherited control and firm performance», *American Economic Review*, 96(5): 1559-1588.

Pindado, J. y Requejo, I. (2015), «Family business performance from a governance perspective: A review of empirical research», *International Journal of Management Reviews*, 17(3): 279-311.

Ramaswamy, V.; Ueng, C. y Carl, L. (2008), «Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study», *Academy of Strategic Management Journal*, 7: 21-33.

Schulze, W. G.; Lubatkin, M. H. y Dino, R. N. (2003), «Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms», *Academy of Management Journal*, 46(2): 179-194.

Sharma, P.; Chrisman, J. y Chua, J. (2012), *A review and annotated bibliography of family business studies*, ed. Springer Science & Media.

Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997), «A survey of corporate governance», *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.

Uhlaner, L. M.; Van Goor-Balk, H. J. M. y Masurel, E. (2004), «Family business and corporate social responsibility in a sample

of Dutch firms», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 11(2): 186-194.

Walsh, J. P. y Seward, J. K. (1990), «On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms», *Academy of Management Review*, 15(3): 421-458.

Yang, M. L. (2010), «The impact of controlling families and family CEOs on earnings management», *Family Business Review*, 23(3): 266-279.

Zellweger, T. M.; Nason, R. S.; Nordqvist, M. y Brush, C. G. (2013), «Why do family firms strive for non financial goals? An organizational identity perspective», *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(2): 229-248.

Zellweger, T. M.; Kellermanns, F. W.; Chrisman, J. J. y Chua, J. H. (2012a), «Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control», *Organization Science*, 23(3): 851-868.

Zellweger, T. M.; Kellermanns, F. W.; Eddleston, K. A. y Memili, E. (2012b), «Building a family firm image: How family firms capitalize on their family ties», *Journal of Family Business Strategy*, 3(4): 239-250.

El gobierno corporativo en Latinoamérica: directorios, estructura y concentración de propiedad

Sonia Analia Zurita Erazo
ESPAE Graduate School of Management

Alfredo Jiménez
KEDGE Business School

RESUMEN

La literatura sobre gobierno corporativo mantiene una larga tradición, aunque habitualmente enfocada en los países desarrollados. Únicamente de manera reciente los países emergentes han comenzado a recibir atención. En este trabajo pretendemos, tras ofrecer una visión general de la temática, revisar aquellos estudios enfocados en la región latinoamericana, prestando especial atención a la composición y características de los directorios (*boards*) y a la estructura y concentración de propiedad. Finalmente, concluimos con algunas recomendaciones sobre posibles futuras líneas de investigación que pueden ayudar a profundizar en el conocimiento existente en este campo, especialmente en regiones, como América Latina, que todavía no han sido analizadas con el grado de profundidad que merecen.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo, Directorios, *Boards*, Latinoamérica, Estructura y concentración de propiedad.

1. Introducción

El término gobierno corporativo ha sido motivo de estudio de académicos durante los últimos veinte años. Una serie de eventos, como la crisis financiera en 1998 en Asia, Rusia e incluso Brasil, y posteriormente los escándalos corporativos en Estados Unidos y Europa, han generado propuestas o cambios para proteger la transparencia de la información, disminuir los conflictos de interés y asegurar la independencia de auditores para mejorar la confianza por parte de los mercados financieros (Leuz y cols., 2003). Una gobernanza débil genera oportunidades para la utilización discrecional de la información financiera y de las ganancias reportadas. Así, Cohen y cols. (2008) señalan que la gestión de las ganancias (*accrual-basedearnings*) se incrementó desde 1987 hasta la aprobación de Sarbanes-Oxley Act (SOX) en el año 2002, a partir del cual presentó una significativa caída.

En el trabajo seminal de Shleifer y Vishnny (1997), los autores definen que *la Gobernanza corporativa lidia con las formas en que los proveedores de financiación para las corporaciones se aseguran a sí mismos la obtención de retornos sobre sus inversiones* (1997, pág. 737). Otra definición de gobierno corporativo proviene de sir AdrianCadbury, jefe de los aspectos financieros del gobierno corporativo en Reino Unido, quien en su informe de 1992 definió al gobierno corporativo como *el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas*. Esta definición tiene un enfoque normativo en el cual se consideran las reglas sobre las que la empresa u organización se rige, esto es el sistema legal, los mercados financieros, el mercado laboral, etc. Estas leyes y la facilidad para hacerlas cumplir por los entes apropiados o reguladores son esenciales para el gobierno corporativo (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1997, 1998).

El modelo de gobierno corporativo es el resultado de lo propuesto por economías, como Estados Unidos y Reino Unido, donde la institucionalidad facilita el eficiente cumplimiento de los contratos generados para aminorar los costos de agencia (Peng, 2003). En

las economías desarrolladas, dado que la propiedad y el control suelen estar separados y los mecanismos legales protegen los intereses de los propietarios, los estudios en este campo han estado dirigidos hacia los conflictos de interés entre estos (principal) y gerentes (agente). En el caso de Latinoamérica y otros países con sistemas legales débiles para la protección de accionistas minoritarios y con concentración en la estructura de propiedad, tanto el enfoque de los estudios como sus resultados han mostrado tener una naturaleza particular.

En Latinoamérica, la estructura de propiedad suele ser concentrada y en muchos casos el control lo ejerce un conglomerado financiero o industrial que opera en la región (Céspedes y cols., 2010), en ocasiones a través de una estructura piramidal que permite a los accionistas controladores separar su derecho a voto y su derecho sobre el flujo de caja. Además, es común que el control que se ejerce no solo es a través de la propiedad si no de la gestión directa de la empresa.

Siguiendo la teoría de agencia, el principal conflicto entre principal y agente ocurre entre los accionistas y los gerentes (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983). Para aminorar estas diferencias, existen mecanismos de gobernanza internos y externos. Los mecanismos internos incluyen los directorios, concentración de propiedad, paquetes de compensación de los altos ejecutivos. En cuanto a los mecanismos externos están la competencia por el mercado del producto, el mercado laboral de gerentes y la amenaza de compras hostiles (Famay Jensen, 1983).

2. Estructura de propiedad

La estructura de propiedad corresponde a la propiedad sobre los títulos o derechos sobre la empresa. El poder de supervisión sobre la empresa o sobre la alta gerencia es en sí un mecanismo de control de carácter interno. En Latinoamérica, los mayores accionistas de una empresa (grupo familiar en muchos casos) usualmente poseen más del 50% o incluso más del 60% de propiedad en países como Argentina, Chile y Brasil. En Chile, Colombia, México y Perú es habitual que compañías financieras y no financieras sean dueñas directas de empresas.

Para analizar este mecanismo de control es necesario considerar las situaciones particulares que pueden presentarse. Por ejemplo, si el gerente tiene propiedad sobre la empresa o si su riqueza personal depende de las decisiones tomadas, hay mayor tendencia a la alineación de intereses con la de los otros accionistas o propietarios (convergencia de intereses). Esto implica que hay un menor comportamiento discrecional en el manejo de los recursos.

La gestión o manejo de las ganancias por parte de los gerentes ha sido principalmente relacionada a la propiedad interna y a la concentración sobre la propiedad (De Miguel y cols. 2004; Boubraki y cols. 2005). La concentración de propiedad se mide como el porcentaje de la propiedad que está en manos de los mayores accionistas o como el porcentaje de propiedad que está en mano de los principales accionistas de la empresa. Algunos autores sugieren considerar las diferencias que pueden existir en el desempeño de una empresa cuando la propiedad sobre la empresa es de una familia o grupo familiar, o cuando esta es de inversionistas institucionales.

La estructura de propiedad interna puede servir como un mecanismo que restringe el comportamiento oportunista de la gerencia y, por tanto, el nivel de ajuste de devengo discrecional se espera que tenga una relación negativa con la propiedad interna.

Los autores Machuga y Teitel (2009) analizaron la calidad de las ganancias presentadas en una muestra de empresas mexicanas listadas que implementaron buenas prácticas de gobierno corporativo, encontrando que las empresas con propiedad interna mostraron mayor calidad de las ganancias que aquellas cuya gerencia no tiene propiedad sobre la misma.

Respecto a la concentración de propiedad, en el trabajo de Jensen y Meckling (1976) se planta la hipótesis de supervisión eficiente, en la que una mayor concentración de propiedad conlleva un comportamiento menos oportunista y una mayor tendencia hacia la maximización del valor de la empresa. Esta concentración de propiedad reduce los incentivos del propietario a la expropiación de riqueza hacia los accionistas minoritarios siempre que la concentración no sea alta, en cuyo caso se presentaría el efecto con-

trario (Boubakri y cols., 2005). Por tanto, un incremento en la propiedad de la empresa es un efectivo mecanismo de gobierno corporativo para supervisar las decisiones contables de la alta gerencia e implica una mayor calidad de las ganancias.

En Latinoamérica, la mayoría de las empresas tienen una estructura de propiedad concentrada y son familiares, lo cual podría generar otros problemas que se originan de los conflictos de interés entre los grandes bloques de accionistas y los accionistas minoritarios. Dada la mayor asimetría de información que existe en las empresas familiares, las posibilidades de expropiar recursos corporativos son más altas, incluyendo la posibilidad de tener un equipo de alta gerencia con pocas capacidades pero perteneciente al grupo familiar y que no puede ser removido (Sacristán y Gómez, 2007). De esta manera, el argumento para las empresas en Latinoamérica con altos niveles de propiedad familiar es que estas pueden presentar problemas de agencia por la expropiación de valor de los accionistas minoritarios y, por tanto, hay una influencia en la gestión de las ganancias positiva.

Finalmente, en los temas de estructura de propiedad, los inversionistas institucionales juegan un rol importante pues cuentan con ventajas para obtener y procesar información (Ferreira y cols., 2010), lo cual limita el comportamiento oportunista y facilita la reducción de los costos de agencia (Schleifer y Vishny, 1997). Por tanto, la propiedad institucional sobre una empresa actúa como un mecanismo de gobierno corporativo que afecta a la gestión de las ganancias. Si los niveles de propiedad institucional son bajos se considera como una inversión temporal, pero si son altos se considera que el inversionista institucional está más comprometido con la empresa y, por tanto, se involucrará en la gestión de conflictos que puedan existir.

En la década de los ochenta, Chile concretó la reforma a su sistema de pensiones y luego países como Argentina, Colombia, Perú y México también lo hicieron, otorgando un rol importante a los inversores institucionales como proveedores de capital con cambios que incluyeron al mercado de capitales en general. Por tanto, se espera que la propiedad institucional sobre una empresa tenga un impacto positivo en el comportamiento corporativo y, por tanto, un efecto negativo en la gestión de las ganancias por parte de la gerencia.

En el trabajo de González y García-Meca (2014), los autores relacionan las cuatro particularidades de la estructura de propiedad con la gestión de las ganancias. Los autores trabajaron sobre una muestra de empresas listadas en los mercados de Argentina, Brasil, Chile y México durante el periodo 2006-2009, aunque su muestra excluía las instituciones puramente financieras. Los resultados encontrados fueron que la alta concentración de propiedad de las empresas latinoamericanas afecta negativamente a la calidad y la transparencia de información financiera que se emite al mercado. Esto implicaría que la concentración de propiedad, como mecanismo que restringe las prácticas de manipulación de información, resulta de utilidad si la propiedad de los principales accionistas es moderada. Una situación similar tiene lugar cuando se analiza la propiedad interna (porcentaje de propiedad de los gerentes) sobre la empresa. En este caso, hay una menor propensión a gestionar las ganancias por parte de la gerencia si el porcentaje de propiedad sobre la misma no es tan alto.

3. Los directorios (*Boards*)

Los directorios están conformados por personas delegadas por los accionistas, cuyo objetivo es supervisar la alta gerencia de la empresa (y sustituir, de ser el caso, a los gerentes) y a su vez aprobar proyectos estratégicos de la misma. Por tanto, los directorios tienen un rol importante en el cuidado de la empresa y en la supervisión del equipo de altos ejecutivos (Jensen y Meckling, 1976; Daily y cols., 2003). Dentro del esquema de gobierno corporativo, los directorios son un mecanismo clave para reducir los conflictos de agencia tanto entre la alta gerencia y los accionistas como entre los grandes accionistas y los minoritarios.

Varios estudios se han enfocado en las distintas características de los directorios y su efectividad para supervisar la gestión de la empresa, principalmente en lo que concierne a la independencia de sus directores y al tamaño de los directorios. Sin embargo, también se han encontrado interesantes resultados al analizar el

nivel de actividad de los directorios (número de reuniones de los directorios) y la concentración de poder por parte del gerente general (dualidad del gerente). Al respecto, Jensen (1993, pág. 865) resalta que *cuando el directorio esta conformado por más de siete u ocho personas es menos probable que funcione eficientemente y es fácilmente controlable por el gerente general.*

3.1. *Tamaño de los directorios*

En los estudios realizados para economías latinoamericanas, como el de Dávila y Watkins (2009) para México y Ferraz y cols. (2011) para Brasil, se encontró que, si los directorios son muy pequeños, la supervisión al equipo de gerencia suele ser baja y hay una mayor propensión a una gestión de las ganancias. Por el contrario, el trabajo de Santiago y Brown (2009) realizado sobre una muestra de 97 empresas de Brasil, Chile y México encontró una relación positiva entre el tamaño del directorio y la gestión de las ganancias. Esto indicaría que, en Latinoamérica, la baja separación existente entre la propiedad y el control de las empresas conlleva que en un directorio grande los niveles de supervisión hacia la gerencia sean menores. Esto, a su vez, incrementa el riesgo de expropiación hacia los accionistas minoritarios y la propensión a la discrecionalidad por parte de los miembros del directorio respecto a sus remuneraciones y a la manipulación de resultados para beneficio propio.

3.2. *Independencia del directorio*

El grado de independencia de los directorios ha sido relacionado de manera directa con la calidad de la información que la empresa emite (Cheng y Courtenay, 2006), así como con un mayor valor de la organización (Ferraz y cols., 2011). Un mayor grado de independencia proporciona mayor control sobre el desarrollo de las actividades de la empresa, ya que los directores externos no están ligados a la gerencia de la empresa (Cheng y Courtenay, 2006). Por tanto, un directorio independiente ejerce mejor la supervisión hacia la alta gerencia, lo cual asegura la transparencia de la información y una imagen apropiada hacia fuera de la organización. Esto es coherente con lo encontrado por varios estudios, como el de García Osma y Gil de Albornoz (2007), respecto a que una mayor proporción de directores externos se relaciona con una mejor calidad de información financiera emitida por la empresa y, por tanto, una menor probabilidad de gestionar las ganancias por parte de la gerencia.

En Latinoamérica, las empresas se han visto forzadas a adoptar la inclusión de directores externos como una práctica corporativa para mejorar la entrega de información financiera y transparencia y, por tanto, disminuir las posibilidades de gestionar las ganancias por parte de la gerencia. Al respecto, los autores González y García-Meca (2014) encontraron que la relación negativa entre independencia del directorio y manejo de ganancias no era significativa. En la misma línea, los trabajos de Dávila y Watkins (2009) y Ferraz y cols. (2011), sugieren que los directorios están mayoritariamente compuestos por accionistas mayoritarios y gerentes de la compañía, siendo limitada la participación de los directores externos. La presencia de directores *grises* (es decir, aquellos que mantienen alguna relación familiar o profesional actual o del pasado con la empresa o la alta gerencia) puede significar que realmente ese director no pueda ser considerado independiente.

3.3. *Nivel de actividad del directorio*

Los estudios sugieren que el número de reuniones del directorio puede servir como *proxy* del esfuerzo de los directores por supervisar. Por su parte, Vafeas (1999) demostró empíricamente la existencia de una relación directa entre el nivel de actividad del directorio y la rentabilidad de la empresa. Por tanto, los directorios que están más comprometidos en sus responsabilidades tienden a ser más activos en cuidar la calidad de la información contable y, por tanto, hay una menor probabilidad de gestionar las ganancias por parte de la gerencia.

4. Concentración de poder (dualidad del gerente)

Se considera que hay concentración de poder cuando el gerente general es quien ejerce también la función de presidente del directorio. A esto también se le denomina dualidad del gerente (*CEO duality*). Desde la perspectiva de la teoría de agencia, varios estudios han

relacionado la dualidad del gerente con la disminución del rol de supervisión por parte del directorio y, por tanto, un impacto negativo en el desempeño de la empresa (Fama y Jensen, 1983). Los directores externos, que no tienen afiliación con la empresa (por ejemplo, no ostentando cargos en la empresa), pueden ejercer su rol de vigilancia y de protección de los accionistas mejor que quienes sí tienen alguna afiliación.

Por otro lado, el trabajo de Donaldson y Davis (1991), basado en la teoría del servidor (*stewardship theory*) indica que la dualidad del gerente promueve el liderazgo sobre la empresa, la efectividad en el manejo organizacional y, por tanto, un mejor desempeño de la misma. Por su parte, Finkelstein y D'Aveni (1994) indican que la dualidad del gerente es una espada de doble filo, ya que se requiere manejar el riesgo de atrincheramiento del gerente y las ventajas para la empresa de tener un liderazgo fuerte y reconocido ejercido por el gerente con la doble posición.

Aunque la independencia de los directores es una práctica sugerida para un buen gobierno corporativo, algunos estudios en Latinoamérica han mostrado que estas prácticas no se cumplen por completo. En el trabajo de Castañeda (2000) se encontró que en el 85% de las empresas mexicanas listadas en *New York Stock Exchange*, los accionistas mayoritarios presiden el directorio e incluso ejercen el rol de gerente general.

Los autores Leal y Carvalhal da Silva (2007), en su trabajo realizado sobre 400 empresas listadas en Brasil, encontraron que el 36% de las mismas concentran la posición de gerente general y presidente del directorio en la misma persona. Para el caso de Chile, sin embargo, los autores Lefort y Walker (2005) trabajaron con una muestra de 120 empresas chilenas en las cuales solo 21 tenían un presidente del directorio independiente, es decir, que no suele darse duplicidad de funciones del presidente y del gerente.

En cuanto a los mecanismos externos de gobierno corporativo, en el trabajo de Siddiqui (2015), se indica que las compras hostiles como mecanismo externo de gobernanza no suelen tener lugar en países con alta concentración de propiedad, como es el caso de muchos países latinoamericanos. Por tal razón, el mercado de compras hostiles es prácticamente inexistente.

5. Importancia del gobierno corporativo

Las prácticas de gobierno corporativo han sido relacionadas con el desempeño de la empresa expresado a través de distintas variables tales como el precio de la acción, el valor de la empresa, indicadores de rentabilidad financiera, etc. En algunos estudios, en lugar de relacionar variables individuales como el tamaño del directorio, su composición o la estructura de propiedad sobre la empresa, se han usado índices de gobierno corporativo (Core y cols., 2006). A modo ilustrativo, algunos de los temas relacionados con las prácticas de gobierno corporativo han sido los descritos a continuación:

Acceso a financiamiento externo, lo cual facilita los planes de inversión, crecimiento y por tanto creación de empleo. En los trabajos de La Porta y cols. (1997, 1998) se enfatiza la importancia de la fortaleza del entorno legal para la gobernanza de las empresas, el desarrollo de los mercados y el crecimiento económico. En los países con mejores derechos de propiedad, las empresas tienen una mejor oferta de financiamiento disponible y las empresas invierten y crecen más rápido.

Disminución del coste de capital, lo cual se asocia a un mayor valor de la empresa. Esto torna más atractiva a la empresa. Un buen gobierno corporativo tiende a aumentar la eficiencia de las decisiones de inversión de la empresa y, por tanto, que el flujo de caja de la empresa pueda ser distribuido a los accionistas. Además, se espera que disminuya la tasa de coste de capital, ya que disminuye el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios y, por tanto, estos están dispuestos a proveer financiación a la empresa.

Menor impacto ante crisis o turbulencias financieras. La calidad del gobierno corporativo puede afectar el comportamiento de la empresa ante periodos de *shocks* financieros y contribuir al *distress* financiero de la empresa. Por ejemplo, en el trabajo de Cornett y cols. (2009), tras la crisis financiera de 2008, se identificó que aquellas empresas que tenían mejor gobernanza corporativa tienden a tener mayores retornos.

Mejores relaciones con los grupos de interés, entre los cuales están los proveedores de recursos financieros, laborales, políticos, insumos claves, etc. Por ejemplo,

Bae y cols. (2011) encontraron que, en Estados Unidos, las empresas que tratan bien a sus empleados mantienen menores tasas de endeudamiento. Esto indica que los grupos de interés internos pueden afectar la política financiera de la empresa. Las empresas que tienen un alto grado de responsabilidad corporativa, por consiguiente, suelen mantener buenas relaciones con sus grupos de interés, lo que repercute positivamente en el desempeño de la empresa.

6. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20

Los Principios de Gobierno Corporativo propuestos por la OCDE en 1999 y actualizados en el año 2004 y posteriormente en el 2015, sirven de marco de referencia internacional para generar confianza en el mercado y en la integridad de los negocios. En la última versión de los Principios, revisada y promovida por el G20, también contribuyeron importantes instituciones internacionales, como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, así como representantes de grupos de interés del sector empresarial, inversionistas, sindicatos y sociedad civil, etc. Uno de los nuevos capítulos incluidos en la versión actualizada de los Principios del año 2015 está enfocada en los inversores institucionales, los mercados bursátiles y otros intermediarios y los posibles conflictos de interés que pueden surgir en la gestión de sus derechos.

A pesar de la diversidad de participantes, los Principios muestran una tendencia hacia el modelo de gobierno corporativo anglosajón, que se basa en el mercado de capitales y cuya supervisión en la gestión de las organizaciones la realizan los propios inversores, los accionistas en particular. Sin embargo, las mayores críticas a los Principios corresponden a su aplicabilidad como un modelo global. Esto surge debido a las importantes diferencias existentes en términos culturales, sociales, de institucionalidad y de contexto económico como tal.

En el caso de las economías latinoamericanas, con un alto porcentaje de empresas familiares, presencia de niveles de corrupción y baja transparencia en sus instituciones, la aplicación de los Principios parece compleja. En el estudio de Turrent y García (2015), en el que se analizó la relación entre la estructura del directorio y la composición de propiedad y el nivel de transparencia de gobierno corporativo en las empresas de mayor cotización bursátil de Argentina, Brasil, Chile y México, se halló que la concentración de la propiedad inhibe el nivel de transparencia en gobierno corporativo y que las empresas de mayor tamaño obtienen un mayor índice de transparencia de gobierno corporativo (ITGC).

7. Sugerencias para futuras líneas de investigación

A pesar de que el campo del gobierno corporativo ha atraído la atención de numerosos investigadores, también proporciona numerosas posibilidades para realizar estudios que ahonden en nuestro conocimiento de este fenómeno crítico para el mundo empresarial, especialmente en regiones emergentes que todavía no han sido analizadas en profundidad, como es el caso de Latinoamérica.

En primer lugar, una línea de investigación muy prometedora, dentro del entorno institucional, consiste en el estudio del rol que la cultura juega para entender la relación entre gobierno corporativo y el desempeño de la empresa. Aunque algunos trabajos (véase Licht y cols., 2005, por ejemplo) ya han demostrado que la cultura está sistemáticamente relacionada con la gobernanza corporativa, convendría analizar el papel individual de las diversas dimensiones culturales.

Otro tema interesante a estudiar es la evolución y ajuste de los mecanismos de gobierno corporativo en las economías emergentes o en transición a lo largo del tiempo mediante estudios de naturaleza longitudinal. Finalmente, los estudios sobre gobierno corporativo usualmente relacionan los mecanismos de gobierno con desempeño de la empresa, pero sería muy interesante analizar la posible relación inversa o incluso bidireccional.

BIBLIOGRAFÍA

Bae, K. H.; Kang, J. K. y Wang, J. (2011), «Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure», *Journal of Financial Economics*, 100(1), 130-153.

Boubakri, N.; Cosset, J. C. y Guedhami, O. (2005), «Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection», *Journal of Financial Economics*, 76(2), 369-399.

Castañeda, G. (2000), «Governance of large corporations in Mexico and productivity implications», *Revista Abante*, 3(1), 57-89.

Céspedes, J.; González, M. y Molina, C. A. (2010), «Ownership and capital structure in Latin America», *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254.

Cheng, E. C. y Courtenay, S. M. (2006), «Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure», *The international journal of accounting*, 41(3), 262-289.

Cohen, D. A.; Dey, A. y Lys, T. Z. (2008), «Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods», *The accounting review*, 83(3), 757-787.

Core, J. E.; Guay, W. R. y Rusticus, T. O. (2006), «Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations», *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.

Cornett, M. M.; McNutt, J. J. y Tehranian, H. (2009), *The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded US bank holding companies*.

Daily, C. M.; Dalton, D. R. y Cannella, A. A. (2003), «Corporate governance: Decades of dialogue and data», *Academy of management review*, 28(3), 371-382.

Dâvila, M. y Watkins, K. (2009), «Corporate Governance and Turnovers in México», *Working Paper*, Universidad Popular Autónoma de Puebla.

De Miguel, A.; Pindado, J. y De La Torre, C. (2004), «Ownership structure and firm value: New evidence from Spain», *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.

Demsetz, H., y Lehn, K. (1985), «The structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

Donaldson, L. y Davis, J. H. (1991), «Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns», *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983), «Separation of ownership and control», *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Ferraz Correia, L.; Fernandes Amaral, H. y Louvet, P. (2011), «Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil», *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 22(55).

Ferreira, M. A.; Massa, M. y Matos, P. (2010), «Shareholders at the gate?institutional investors and cross-border mergers and acquisitions», *The Review of Financial Studies*, 23(2), 601.

Finkelstein, S. y D'Aveni, R. A. (1994), «CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command», *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.

García Osma, B. y Gill de Albornoz, B. (2007), «The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: Evidence from Spain», *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1413-1428.

González, J. S. y García-Meca, E. (2014), «Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?», *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.

Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997), «Legal determinants of external finance», *The Journal of finance*, 1131-1150.

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998), «Law and finance», *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

Leal, R. P. y Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007), *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*, 213-287.

Lefort, F. y Walker, E. (2005), *The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile*.

Leuz, C.; Nanda, D. y Wysocki, P. D. (2003), «Earnings management and investor protection: an international comparison», *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.

Licht, A. N.; Goldschmidt, C. y Schwartz, S. H. (2005), «Culture, law, and corporate governance», *International Review of Law and Economics*, 25(2), 229-255.

Peng, M. W. (2003), «Institutional transitions and strategic choices», *Academy of Management Review*, 28, 275-96.

Machuga, S. y Teitel, K. (2009), «Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico», *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 1-13.

Sacristán-Navarro, M. y Gómez-Ansón, S. (2007), «Family Ownership and Pyramids in the Spanish Market», *Family Business Review*, 20: 247-265.

Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997), «A survey of corporate governance», *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Siddiqui, S. S. (2015), «The association between corporate governance and firm performance–a meta-analysis», *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 218-237.

Turrent, G. D. C. B. y García, M. L. S. (2015), «La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México», *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275-286.

Vafeas, N. (1999), «Board meeting frequency and firm performance», *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.

Los objetivos de desarrollo sostenible y los informes no financieros

Isabel de la Torre Prados
Catedrática de Sociología. Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

El artículo analiza la confluencia de la Agenda 2030, adoptada por Naciones Unidas, en aplicación de los objetivos de desarrollo sostenible, aprobados por los 193 países miembros en 2015, y la directiva de la Unión Europea sobre la publicación de información no financiera por parte de las grandes empresas consideradas de interés público, que está vigente en España desde noviembre de 2017. El cumplimiento de ambos compromisos requiere una actuación coordinada entre la administración pública, las empresas y las organizaciones de la sociedad civil a través de una estrategia intersectorial de alianzas y el diseño de un plan de comunicación.

PALABRAS CLAVE

Objetivos de desarrollo sostenible, Información no financiera, Estrategia de alianzas, Plan de comunicación.

1. Los actores sociales de la Agenda 2030

La agenda mundial para el desarrollo, aprobada por los 193 estados miembros de las Naciones Unidas en diciembre de 2015, establece una relación de actuaciones para facilitar el desarrollo humano de la población mundial en los próximos quince años. Los 17 objetivos propuestos pretenden erradicar la pobreza, proteger ambientalmente el planeta y garantizar la paz y el bienestar de la población mundial.

Para alcanzar los 17 objetivos y las 169 metas que los concretan se ha establecido su seguimiento con la Agenda 2030, en la que se ha fijado una relación de 231 indicadores que deben facilitar la medida de su grado de cumplimiento por parte de los países firmantes. La amplitud de objetivos, de metas y de indicadores propuestos cuestiona la capacidad de cumplimiento de los países firmantes y para evitar este riesgo se recomienda a cada país establecer una relación de objetivos prioritarios y comprometer en sus fases de aplicación a los tres grandes actores sociales: administración pública, empresas y entidades del tercer sector, mostrando su actuación coordinada en informes públicos anuales.

Si bien todos los objetivos están relacionados entre sí con la misma finalidad de extender el bienestar al conjunto de la población mundial, pueden ser agrupados en cinco grandes ejes de actuación. El primer eje de actuación persigue el bienestar económico, expresado en el objetivo 1 de combatir la pobreza; el objetivo 2, eliminar el hambre; el objetivo 4, extender la educación; el objetivo 6, garantizar el acceso al agua potable; el objetivo 7, disponibilidad de energía; el objetivo 8, impulsar el crecimiento económico, y el objetivo 12, favorecer el consumo. El segundo eje de actuación es la protección ambiental del planeta concretada en el objetivo 9, respeto ambiental en las infraestructuras; el objetivo 11, desarrollo equilibrado de las ciudades; el objetivo 13, control de emisiones y cambio climático; el objetivo 14, protección de los océanos, y el objetivo 15, defensa de la biodiversidad. El tercer eje de actuación se centra en favorecer la salud y se concreta en el objetivo 3 de combatir enfermedades endémicas en países en vías de desarrollo. El cuarto eje de actuación pretende combatir la desigualdad con el objetivo 10 y favorecer la igualdad de género con el objetivo 5. Finalmente, el quinto eje de actuación busca la paz y la justicia universal con el objetivo 16 y el desarrollo de alianzas institucionales con el objetivo 17.

La aplicación efectiva de los objetivos de desarrollo sostenible es principalmente una actuación institucional

impulsada por los gobiernos y debe ser complementada con la obligada incorporación a sus metas del conjunto de la sociedad y de los actores sociales de sus tres grandes pilares: la administración pública, las empresas y las organizaciones de la sociedad civil, especialmente las entidades del tercer sector de acción social.

La administración pública es el principal actor social en las sociedades democráticas maduras para garantizar el bienestar social con la asignación de las correspondientes partidas presupuestarias, aunque su intervención requiere la colaboración conjunta del sector privado y las organizaciones de la sociedad civil en su máxima acepción (Schvarstein, 2015). En relación a los objetivos de desarrollo sostenible, en España se ha constituido un grupo interministerial de alto nivel para la Agenda 2030 y se ha aprobado un plan de acción para su puesta en práctica. Al mismo tiempo, se está elaborando un proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética, se está impulsando una Estrategia de Economía Circular, que prevé 70 medidas y 836 millones de euros para los años 2018/2020 y está pendiente de aprobación un Plan Director de Cooperación. Este conjunto de actuaciones puede verse reforzado con procedimientos de información y transparencia en las convocatorias previstas, con el impulso a las aportaciones de empresas y particulares como vías alternativas de financiación a las actuaciones de carácter ambiental y social a través de su reconocimiento institucional y, finalmente, con la coordinación de un plan proactivo de comunicación que garantice su adecuada difusión.

Otro actor social de creciente importancia en el logro de los objetivos de desarrollo sostenible es el sector empresarial, ya que en el actual proceso de mundialización económica y predominio del capital financiero se ha producido una concentración de poder en las compañías con capacidad de acción a nivel nacional e internacional, otorgando así un importante protagonismo a las grandes corporaciones empresariales en el cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible. Las empresas han ido incorporando un modelo de gestión socialmente responsable y apoyan iniciativas que contribuyen a resolver problemas ambientales y sociales, como las emisiones descontroladas de gases o las condiciones laborales precarias. Desde hace ya algunos años se han constituido los departamentos de responsabilidad social corporativa en las grandes empresas y se ha establecido el seguimiento de una actividad responsable, mostrando, a través de experiencias prácticas, que el hecho de incluir la resolución de los problemas sociales como objetivo estratégico no solo contribuye a la sostenibilidad económica y social, sino que aporta un valor diferencial respecto a la competencia tanto del propio sector como en otros sectores productivos, puede consolidar los beneficios empresariales (Durán, 2009). Recientemente, en los acuerdos de la Agenda 2030 las empresas han asumido su responsabilidad tanto en la toma de decisión como en el actual proceso de implementación, así, por ejemplo, un conjunto de empresas españolas del sector energético han constituido el Grupo de Crecimiento Verde, con el objetivo de impulsar el diseño de una hoja de ruta eficiente hacia una economía de bajas emisiones que fomente el uso de las energías renovables, con vocación de liderazgo a medio y largo plazo, que manifiestan el compromiso de integrar políticas climáticas en su estrategia empresarial. En general, puede comprobarse la aceptación de los objetivos de desarrollo sostenible por parte de los máximos responsables de las grandes empresas y así se refleja en el estudio realizado por la Agencia Española para el Desarrollo (2017), que presenta los objetivos de desarrollo sostenible como un espacio de oportunidades para las empresas que quieren reforzar sus modelos de negocio integrándose de manera más estable y robusta en los contextos sociales y medioambientales donde operan, especialmente en el crecimiento inclusivo, el acceso a energías renovables, la gestión sostenible del agua y del saneamiento, la innovación y el empoderamiento de las mujeres. Por otra parte, el grado de cumplimiento del compromiso empresarial en la Agenda 2030 se encuentra reforzado por la directiva europea sobre la publicación de la información no financiera, tal como se expone en el apartado siguiente.

El tercer actor social en el logro de alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible es el conjunto de entidades del tercer sector: asociaciones, fundaciones, ONG, que no son de carácter público ni tienen ánimo de lucro y surgen como iniciativas de la sociedad civil. Sus principales funciones son la de denunciar

los desequilibrios entre población y recursos naturales ofreciendo alternativas de actuación, mantener acciones complementarias a los servicios del sector público y atender las demandas de grupos sociales vulnerables. Estas tres importantes líneas de acción se realizan por medio de proyectos que requieren una dotación económica procedente de la administración pública, de las aportaciones privadas de las empresas y de los particulares, así como de la gestión eficiente de los propios recursos (De la Torre, 2016). Algunas entidades del tercer sector desempeñan también una función reivindicativa con campañas de denuncias de incumplimiento de compromisos empresariales en la responsabilidad social (Maira, 2015), defendiendo el desarrollo de un enfoque institucional, que establezca un modelo de regulación social y económica global, en línea con la exigencia de cumplimiento de los actuales objetivos de desarrollo sostenible a nivel mundial. En la sociedad española, el tercer sector presenta problemas endémicos, como la atomización y dispersión de sus entidades, en algunos casos, agrupadas en federaciones y confederaciones con escasa capacidad efectiva de coordinación y organización para rentabilizar los propios recursos disponibles; otro problema endémico es el de la racionalización de la gestión acompañada de la formalización de las estructuras organizativas para integrar la aportación de los voluntarios que colaboran con las organizaciones, ya que casi la mitad de las entidades carecen de un plan específico para el voluntariado, a pesar de la importancia que tiene para estas entidades la presencia y actuación de los voluntarios en el ejercicio diario de su actividad.

¿Cómo lograr que los tres actores sociales, administración pública, empresas y entidades del tercer sector, se impliquen efectivamente en el cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible desde un enfoque coordinado?

– En primer lugar, es necesario interrelacionar las decisiones que se vayan adoptando a nivel interno en la administración, en las empresas y en las entidades del tercer sector, con una voluntad conjunta de transparencia informativa y evitando la apropiación exclusiva de la iniciativa y el protagonismo de la actuación. En España, la coordinación interna se encuentra impulsada y reforzada a nivel gubernamental, desde noviembre de 2017, por un organismo específico: la Comisión Delegada del Gobierno de Asuntos Económicos para la puesta en marcha de la implementación de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) en España.

– En segundo lugar, es imprescindible diseñar un plan de comunicación, apoyado en los medios de comunicación convencionales (prensa, radio y televisión), organizando charlas y encuentros informativos en los espacios más apropiados de difusión para dar a conocer la Agenda 2030 y las materias directamente afectadas: erradicación del hambre, educación, creación de empleo joven, innovación, empoderamiento de la mujer, transparencia y medio ambiente. Acercar esta sensibilidad al ciudadano y al consumidor final es esencial, ayudando a entender el valor de estos objetivos y presentando con transparencia la información más relevante.

– Finalmente, es esencial encontrar la sinergia entre los objetivos de desarrollo sostenible y los propios objetivos de cada actor social. Por ejemplo, si se trata de una empresa se puede revisar los ODS y comprobar cuáles son los que afectan a su actividad y tienen impacto en la cuenta de resultados para fijar una selección de prioridades en las metas, apoyada en la colaboración de la administración y de las entidades del tercer sector. Si se trata de una entidad del tercer sector, la búsqueda de sinergia debe encaminarse a identificar posibles alianzas con empresas y otras organizaciones privadas y públicas para complementar la aplicación práctica de los objetivos sostenibles directamente relacionados con la propia entidad. En la actualidad, la exigencia vigente en la Unión Europea de publicar la información no financiera de las grandes empresas favorece la creación conjunta de espacios de sinergia, como se describirá en el siguiente apartado.

2. La información no financiera

El pasado 25 de noviembre de 2017, entró en vigor el Real Decreto-Ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en lo que se refiere a la información no financiera de las empresas. Su entrada en vigor responde a la necesidad

de transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en relación a la difusión de información no financiera e información sobre diversidad por parte de grandes empresas.

La mencionada normativa tiene como objetivo aumentar el flujo de información no financiera en el informe de gestión que se acompaña a las cuentas anuales, incluyendo variables ambientales y sociales, con el objetivo de aumentar la confianza de inversores y consumidores y mejorar la sostenibilidad de las empresas, consolidando su rendimiento y el impacto que tienen en la sociedad, el respeto de los derechos humanos y la lucha contra la corrupción y el soborno.

Las características más relevantes de la normativa que ha entrado en vigor son, en primer lugar, la obligación de información no financiera para las empresas que tienen consideración de entidad de interés público, es decir, aquellas cuyo número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio sea superior a 500 y se consideren grandes empresas en virtud de lo establecido en la Directiva 2013/34, cuyos criterios se basan en cifra de negocio y número medio de trabajadores; y en segundo lugar, el ámbito de aplicación temporal establecido en el Real Decreto-Ley 18/2017 tiene una aplicación retroactiva a los ejercicios económicos iniciados a partir del 1 de enero de 2017. En atención a la legislación española, el Real Decreto 877/2015 modifica el artículo 15 del Reglamento de la Ley de Auditoría de Cuentas para concretar el concepto de *entidad de interés público*, condición que tienen las siguientes organizaciones:

a) Las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, así como las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores o en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión.

b) Las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva que durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, tengan como mínimo 5.000 clientes, en el primer caso, o 5.000 partícipes o accionistas, en el segundo caso, y las sociedades gestoras que administren dichas instituciones.

c) Los fondos de pensiones que, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, tengan como mínimo 10.000 partícipes y las sociedades gestoras que administren dichos fondos.

d) Las fundaciones bancarias, las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico.

e) Aquellas entidades distintas de las mencionadas en los párrafos anteriores cuyo importe neto de la cifra de negocio y plantilla media durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, sea superior a 2.000.000.000 de euros y a 4.000 empleados, respectivamente.

f) Los grupos de sociedades en los que la sociedad dominante sea una de las entidades contempladas en las letras anteriores.

Las empresas afectadas deberán incluir la información no financiera correspondiente en su informe de gestión adjunto con las cuentas anuales. La presentación de la información no financiera puede basarse en las directrices metodológicas, promulgadas por la Comisión Europea en 2017 con *la finalidad de ayudar a las sociedades a divulgar información no financiera (relacionada con factores ambientales, sociales y gobierno corporativo) de alta calidad, pertinente, útil, coherente y comparable* (Comisión Europea, 2017). Las directrices no son vinculantes, pero son una buena guía de actuación y presentación de resultados. Respecto a las actuaciones anteriores sobre gestión socialmente responsable, la novedad de la directiva es la inclusión de nuevos objetivos relativos a la diversidad, a los accionistas minoritarios, a los problemas de comunicación, a la pérdida de credibilidad y autoridad, a la idoneidad del consejo, a las remuneraciones del consejo y a la duración del mandato de sus miembros.

Conviene tener presente que la divulgación adecuada de información no financiera es un elemento esencial para posibilitar la sostenibilidad de la actividad financiera. En octubre de 2016, la Comisión Europea decidió crear un Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles, que refuerza el objetivo de la Comisión de desarrollar una estrategia general e integral de la UE sobre finanzas sostenibles como parte de la Unión de los Mercados de Capitales. En el informe

Contribución y transparencia 2017, de la Fundación Compromiso y Transparencia, se explican las futuras exigencias de transparencia fiscal, impulsadas por la UE y la Agencia Tributaria (AEAT), detallando *las nuevas obligaciones de información que la UE impondrá a los intermediarios: auditoras, asesores fiscales y financieros y abogados* (Flores y cols., 2016).

Los requisitos de divulgación derivados de la directiva constituyen una contribución importante a los objetivos de desarrollo sostenible y desde el punto de vista económico, las razones de elaborar informes no financieros derivan de la creciente exigencia de los inversores y de los consumidores para adoptar sus decisiones, como señala un reciente estudio de Ernst & Young (2017). El informe recoge que los grandes fondos de inversión cada vez reclaman una mayor información ambiental, social y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) y muestra que, para el 68% de los inversores, la información no financiera es relevante a la hora de decidir tomar posiciones en una compañía (1). Otra conclusión importante del estudio es que seis de cada diez inversores encuestados consideran que las compañías no informan correctamente sobre sus riesgos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

En la práctica, las empresas que están obligadas a realizar los informes no financieros suelen responder de dos formas distintas: pueden cumplir su obligación de manera escueta, informando sobre sus actuaciones en los aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo que les afectan. O pueden ir más allá, tratando de cumplir el espíritu de la ley que busca identificar, anticipar y gestionar riesgos para la sostenibilidad. En ambos casos, la normativa de los informes no financieros aporta cambios importantes, porque la ley, además de indicadores sobre impactos ambientales, sociales y de gobierno corporativo, requiere explicación sobre la adopción de medidas relativas a estas tres grandes cuestiones, de forma que afectan a todas las operaciones y departamentos de la empresa, con el resultado de que los informes de responsabilidad social no son de competencia exclusiva del departamento o unidad de responsabilidad social corporativa, sino que constituye un objetivo compartido por todos los departamentos de la empresa a todos sus niveles, desde la base operativa más simple hasta el propio consejo de administración e incluso afecta a las propias cadenas de suministro, imponiéndose progresivamente la percepción en el conjunto de la empresa de que una gestión responsable de los aspectos sociales y ambientales constituye una fuente de valor para la reputación empresarial y sus actuaciones pueden llegar a convertirse en elementos tangibles de sus indicadores económicos.

La confluencia de los compromisos derivados de la Agenda 2030 y la obligación de elaborar los informes no financieros en las empresas consideradas de interés público incentiva la creación de alianzas entre empresas y organizaciones del tercer sector, especialmente las dedicadas a los temas ambientales y a la cooperación al desarrollo, para alcanzar el logro de los objetivos de desarrollo sostenible uniendo la capacidad de gestión y la planificación empresarial de medio y largo plazo con la percepción y el conocimiento directos de los problemas ambientales y sociales de las organizaciones del tercer sector.

3. Alianzas estratégicas intersectoriales

La finalidad de las alianzas entre empresas de interés público y entidades del tercer sector es lograr que los resultados sean beneficiosos para la sociedad y, al mismo tiempo, aporten ventajas a las organizaciones que los impulsan. Normalmente, son alianzas que presentan una serie de factores que deben garantizar su éxito; de todos ellos, destacan el reconocimiento de la ventaja competitiva generada mediante la coalición por parte de los socios participantes, el respeto mutuo entre ellos y la generación de confianza en cuanto a su compromiso, la definición de unos roles claros en los participantes, la presencia de unas vías de comunicación fluidas y la percepción de copropiedad de los resultados alcanzados con la alianza. No obstante, las experiencias que ofrecen estas alianzas presentan resultados muy desiguales por basarse en la casuística de los casos particulares y en colaboraciones puntuales, sin una estrategia adecuada que garantice el logro de sus objetivos en el medio y largo plazo, ni las ventajas que se derivan para las entidades que los impulsan con la recíproca creación de valor.

En los últimos años se ha ido imponiendo el concepto de *creación de valor* como elemento de análisis en la gestión de las organizaciones para justificar los recursos financieros destinados al desempeño de su actividad. En las alianzas estratégicas se trata de la *creación de valor compartido* (Porter, y Kramer, 2011), mediante el cual las empresas deben alinear su capacidad de creación de valor con las necesidades de la sociedad. Cuando ambos objetivos se dan al mismo tiempo, entonces se crea valor para la sociedad. El alineamiento con las necesidades de la población hace que las compañías se reinventen dejando de ser empresas de productos para convertirse en empresas de soluciones. Dos ejemplos significativos de intereses compartidos es la actuación de las empresas del sector energético que tratan de orientar progresivamente su producción hacia fuentes de energía renovable y la actuación de las empresas del sector alimentario que demuestran en su actividad productiva un creciente interés por el equilibrio nutricional de la población.

Existe un espacio propio de confluencia para establecer alianzas entre las entidades del tercer sector y las empresas a través de la responsabilidad social corporativa y el desarrollo del voluntariado corporativo, este espacio de encuentro requiere un proceso previo de identificar la coincidencia de problemas a resolver por parte de la empresa y la entidad del tercer sector, tomar la decisión de colaborar de forma complementaria en una misma actuación y planificar de forma conjunta los distintos elementos y fases de la colaboración en base al principio de creación de valor compartido, dedicando el tiempo necesario para maximizar la creación de valor.

Una guía para el diseño de la estrategia adecuada de colaboración es la que se ofrece en la obra de Austin y Seitanidi (2014) en la que se proponen cinco fases: *a)* Fuentes y formas de valor; *b)* Actitud de las partes involucradas; *c)* Acuerdo en las fases de la colaboración; *d)* Procesos necesarios para lograr la creación de valor; *e)* Evaluación del valor creado. La colaboración entre empresas y entidades del tercer sector se entiende así como una inversión de recursos de la que deriva el valor compartido en función de que los beneficios son superiores a los costes que se generan para las organizaciones, para los individuos y para la sociedad y no solamente para los protagonistas de la colaboración. En el proceso de creación de valor intervienen varios tipos de valor: asociativo, que deriva del hecho mismo de estar asociado con otra organización; valor transferido de cada una de las organizaciones entre sí; valor interactivo, derivado de las relaciones de confianza entre ambas organizaciones; y valor de sinergia, cuando la combinación de recursos es superior al valor que reciben cada una de las organizaciones colaboradoras. Identificar la presencia y la intensidad de cada tipo de valor en cada una de las fases de la colaboración permite maximizar la creación de valor compartido. En la fase final de evaluación es obligado analizar las dificultades surgidas en su proceso de aplicación, los valores promovidos en cada una de las organizaciones colaboradoras, los beneficios externos derivados de la intervención conjunta y la posible atribución de beneficios internos debidos a esta colaboración. Este último elemento tiene la dificultad de que una parte importante del beneficio interno es de naturaleza intangible y de difícil cuantificación.

En todas las fases de la colaboración puede ser conveniente ampliar la alianza inicial incluyendo a otras organizaciones, como universidades y centros de investigación, que aporten conocimiento y metodología para sustentar los resultados obtenidos.

Durante el proceso de colaboración es fundamental dedicar tiempo y recursos a la comunicación, tanto interna para facilitar la aplicación de sus fases en las organizaciones colaboradoras, como externa por ser un elemento de control de la propia ejecución y contribuir a su difusión como ejemplo de buenas prácticas de colaboración. El impacto de la comunicación influye en la reputación y en la imagen de ambas organizaciones, de aquí la necesidad de gestionar adecuadamente la comunicación para potenciar la marca, la reputación, los recursos y el impacto social derivado de la colaboración. Hay que tener en cuenta que el grado de impacto de una buena práctica de colaboración será siempre menor que si se produce una mala práctica, ya que se necesita un gran esfuerzo durante un largo plazo temporal para corregir sus efectos negativos, especialmente en el caso de una entidad del tercer sector, cuyo principal recurso es el valor de la confianza. Se puede comprobar la diferencia del impacto negativo en la co-

municación de una mala práctica cuando se trata de una empresa o de una organización del tercer sector, si se comparan la escasa relevancia que ha tenido en los consumidores la mala práctica de la empresa volkswagen con la manipulación de los controles de emisiones en sus motores diésel y la grave repercusión negativa producida entre los socios de Intermon Oxfam y en la opinión pública debido a la actuación punible de algunos de sus responsables tras el terremoto de Haití.

Actualmente, la comunicación tiene un doble soporte: los medios tradicionales de comunicación, como las noticias difundidas en los dos casos anteriormente mencionados, y las redes sociales, que están asumiendo un creciente protagonismo en la información y comunicación de la sociedad global. En los últimos años, el nacimiento y desarrollo de las redes sociales ha sufrido un crecimiento imparable, convirtiéndose en parte fundamental y cotidiana de nuestras vidas, tanto por parte de los usuarios individuales como por organizaciones e instituciones de todos los ámbitos de la vida social: líderes políticos, económicos, religiosos, culturales ofrecen perfiles en las distintas redes sociales para darse a conocer e interactuar con sus seguidores y las organizaciones e instituciones mantienen una activa comunicación por Internet. Las empresas han sabido valerse de su uso para promocionarse e interconectar con sus clientes e igualmente las entidades del tercer sector para informar a sus asociados y atraer a simpatizantes en la actual sociedad interconectada.

Es evidente que las redes sociales han acelerado enormemente el proceso de conexión global hasta el punto de que la teoría de los seis grados de separación, desarrollada por Duncan J. Wats (2006), ha quedado obsoleta y los grados necesarios para la interconexión se han reducido a menos de cuatro en determinados contextos. Las nuevas tecnologías de la comunicación requieren un planteamiento acorde con su importancia en la sociedad actual, especialmente en su aportación a las alianzas estratégicas intersectoriales.

4. Plan de comunicación y aplicaciones tecnológicas

Las aplicaciones de la tecnología se refieren a una comunicación planificada que se dirige a un público determinado, anticipándose al intercambio de información en las relaciones interpersonales de sujetos individuales o de sujetos colectivos. El objetivo del mensaje puede ser informar, persuadir, entretener o alguna combinación de estas intenciones, transmitiendo el mensaje a través de las posibilidades que actualmente brinda Internet.

En el mundo de las organizaciones cada vez está más presente beneficiarse de todas aquellas ventajas y funcionalidades que las nuevas tecnologías ofrecen, ya que cualquier opinión, noticia o reflexión que sea trasladada a través de Internet tiene un efecto multiplicador de su impacto. En este sentido, también los departamentos de responsabilidad social de las grandes empresas, así como las organizaciones del tercer sector y la interrelación e interacción entre ambas, han ido evolucionando y adaptándose a las nuevas funcionalidades que Internet ha venido ofreciendo, especialmente necesarias en la realización y la evaluación de las alianzas establecidas entre empresas y entidades del tercer sector.

Hasta fecha reciente, los departamentos de RSC presentaban su actividad a través de la página web corporativa, que actuaba como mera transmisora de información de las actividades que en ese momento se estaban llevando a cabo en esta materia. Esta tipología de web no permitía la interactuación directa con el empleado o entre diferentes empleados, ni que estos pudiesen tener un papel activo en el que se sintiesen agentes de cambio con propuestas de sus propias ideas para las actividades que su empresa estaba realizando en materia de responsabilidad social.

Asimismo, las entidades del tercer sector tampoco permitían la interacción con los usuarios ni la interrelación con empresas colaboradoras. Únicamente exponían cuáles eran la misión, la visión, los valores y las actividades que estaban llevando a cabo, sin permitir que el usuario pudiese comentar o publicar comentarios. En esta primera fase de utilización de Internet, empresas y entidades del tercer sector contaban con dos herramientas unidireccionales fundamentales, con las que la mayoría siguen contando a día de hoy, además de las nuevas funcionalidades que han ido incorporando y que más adelante se expondrán. La herramienta unidireccional fundamental referida a la comunicación

interna es la intranet, mediante la cual los empleados pueden estar informados y permite una comunicación entre los mismos.

A partir de la utilización de la web 2.0 se ha podido ampliar considerablemente el flujo de información y comunicación. El hecho de que un usuario tenga el poder de crear contenido, publicarlo, editarlo e intercambiarlo, a través de un grupo de aplicaciones que utilizan las nuevas funcionalidades de la web 2.0, ha incrementado considerablemente el poder de la comunicación, tanto las empresas como las entidades del tercer sector han tenido que aprender a gestionar y potenciar en las actuaciones conjuntas de colaboración. En el entorno 2.0, cada día se crean y difunden nuevas aplicaciones tales como redes sociales, blogs, microblogging, medios sociales móviles, comunidades virtuales y proyectos colaborativos.

Las redes sociales, por ejemplo, son las herramientas más poderosas para difundir mensajes, permitiendo que lleguen a una gran cantidad de público. El éxito de estas aplicaciones, siendo Facebook la más conocida, radica en que son herramientas muy entretenidas e interactivas, que de manera sencilla y rápida muestra la actividad que se realiza y es un reclamo para reclutar nuevo público objetivo interesado en la actividad, así como examinar, dentro de la red de contactos, quiénes son aquellas personas con las que existe afinidad y con las que se comparten inquietudes, creando posibles sinergias. Facebook actualmente, por ejemplo, es la mejor herramienta para que una entidad del tercer sector pueda comunicarse con el público, ya que alberga 500 millones de usuarios.

La empresa ADGLOW, dedicada a la publicidad digital, ha analizado la utilización de las redes sociales como herramienta de concienciación y movilización ambiental en todo el mundo. En el caso de España, según el Estudio de Redes Sociales de 2017, realizado por IAB y la consultora We Are Social, las redes sociales cuentan con más de 19,2 millones de usuarios entre 16 y 65 años en nuestro país. Según el Informe, las campañas publicitarias en redes sociales que buscan la concienciación de los usuarios y la acción ante un problema ambiental han aumentado en un 46% respecto a años anteriores (2). El mundo social abre un abanico de posibilidades a la concienciación y movilización ambiental. En España, el Instituto Superior de Medio Ambiente imparte desde hace tiempo un curso centrado en el medio ambiente y las redes sociales, en el que se define el concepto de *Green social media*. El objetivo es que a través de la participación de millones de usuarios dentro de las redes sociales, se active un movimiento social que potencie las redes sociales y juntos se conviertan en la herramienta perfecta para defender el planeta y cambiar el mundo.

Los *blogs* son otra forma de acercarte al público objetivo y de dar a conocer las actividades que se realizan por medio de la publicación de contenidos de una manera amena y cercana. En esta herramienta existe interacción entre los usuarios en el sentido de poder compartir la opinión acerca de un determinado artículo a través de un chat o de foros con personas que también estén interesadas en este tema, así como difundir el contenido a través de las redes sociales. El uso de blogs en responsabilidad social corporativa está creciendo en Estados Unidos, Europa y Latinoamérica.

Microblogging es un formato reducido del blog, la aplicación más conocida es Twitter. Esta herramienta ofrece muchas ventajas para la intercomunicación de forma muy rápida y concisa, ya que permite el envío de mensajes muy cortos que se vuelven virales a través de los contactos. Para una empresa puede ser la mejor forma de comunicar la RSC en comparación con Facebook o Linkedin, ya que es más fácil llegar a más cantidad de público objetivo a través de esta herramienta, así como de dar a conocer pequeñas actuaciones del día a día, permitiendo que los seguidores reciban información actualizada constantemente sobre la actividad de la empresa, así como comentarla, compartirla, difundirla, etc.

Las comunidades virtuales de contenidos son aplicaciones a través de las cuales se puede compartir contenidos en diferentes formatos, como, por ejemplo, vídeos, que posteriormente son publicados a través de las redes sociales o el *microblogging*. La comunidad virtual de contenidos más conocida es Youtube.

Las salas de prensa virtual versión 2.0 no actúan como meras transmisoras de la información, ofrecen además acceso a las redes sociales en las que están presentes.

A través de este espacio, es muy habitual la emisión de actos organizados por la empresa o por la entidad del tercer sector en formato diferido.

Tras examinar las posibilidades de la comunicación digital, cabe afirmar que las alianzas intersectoriales cuentan con herramientas poderosas para transmitir sus actuaciones y los resultados de su colaboración, aunque desde el inicio se requiere planificar adecuadamente su intervención, investigando qué temas pueden atraer la atención del público en general y de su público objetivo, teniendo presente que Twitter, Facebook, Instagram o Linkedin son medios que pertenecen a los usuarios, por lo que no tiene sentido intentar manipularlos, creando por ejemplo etiquetas artificiales para hacer ruido, en todo caso el ruido debe ser consecuencia de las cosas bien hechas.

La comunicación digital implica dos tareas básicas: *a)* Llamar la atención del público objetivo, compartiendo contenidos interesantes relacionados con las fases de la colaboración. Para ello, es fundamental analizar qué les motiva y cuáles son sus inquietudes. Buscar frases que se relacionen con el objeto de la colaboración entre empresa y entidad del tercer sector es una táctica que eleva el número de conversaciones en las redes sociales, se trata de compartir opiniones e incluso el estado de ánimo. Asimismo, conviene animar la aportación de ideas y potenciar la creatividad de los seguidores (3). *b)* Crear una comunidad es generar vínculos con los seguidores del proyecto de colaboración e involucrarles en su realización. Para ello, las empresas y las organizaciones del tercer sector deben cuidar a sus seguidores en las redes: responder a sus comentarios, participar en las conversaciones que se identifican con las actuaciones del proyecto de colaboración, aportar la información necesaria y no molestar con excesivos mensajes.

El desafío de la comunicación convencional y digital es la dependencia del contexto. Por muy bien definida que esté la estrategia digital y se empleen tácticas para estar presentes en las redes, se depende también del entorno. Por ejemplo, si se programa un evento con presencia de personas relevantes y el evento coincide con el anuncio de una noticia negativa, como un atentado o la dimisión de un líder político, la labor de comunicación pasará desapercibida.

En suma, los objetivos de desarrollo sostenible y los informes no financieros, que están obligadas a presentar anualmente las empresas de interés público, ofrecen oportunidades de colaboración entre la administración, las empresas y las organizaciones del tercer sector a través del establecimiento de alianzas estratégicas para el desarrollo de actuaciones de mutuo interés, en las que resulta imprescindible para garantizar sus resultados diseñar y atender adecuadamente un plan activo de comunicación apoyado en los medios convencionales y en las aplicaciones digitales.

NOTAS

(1) Las referencias de sostenibilidad y de gestión socialmente responsable se han incorporado a la publicidad, así aparece en el mensaje del vídeo publicitario de una empresa multinacional: *en Ikea queremos crear un día a día mejor para la mayoría y un mejor día a día significa un mundo sostenible…*

(2) Un ejemplo significativo es la campaña de movilización social organizada en 2015 por el fotógrafo Chris Jordan y el gestor de medios sociales Manuel Maqueda contra la contaminación por plástico y las consecuencias mortales de esta en las crías de albatros. Se alcanzaron más de dos millones de seguidores nuevos. Y, a raíz de esta campaña, se procedió a la regulación de numerosas leyes de protección ambiental en más de cincuenta países.

(3) Así se refleja en el anuncio de la Fundación Botín, utilizando como reclamo EL DESAFÍO DE TALENTO SOLIDARIO acompañado de la siguiente frase: ¿Tienes una idea que contribuya a la protección del medio ambiente y mejore la calidad de vida de los colectivos vulnerables?

BIBLIOGRAFÍA

Agencia Española de Cooperación (2017), *Estudio sobre la contribución de la empresa a la Agenda de los Objetivos de Desarrollo Sostenible* (ODS), Madrid, AECID.

Austin, J. E. y Seitanidi, M. M. (2014), *Creating Value in Nonprofit-Business Collaborations: New Thinking and Practice*, San Francisco, Jossey-Bass.

Blanco, A. (2010), «Las aportaciones de la sociología española a la responsabilidad social empresarial», *Revista Internacional de Sociología*, vol. 68, núm. 3.

Caldevilla, D. (2010), «Las redes sociales. Tipología, uso y consumo de las redes 2.0 en la sociedad digital actual», Madrid, *Documentación de las Ciencias de la Información*, vol. 33 págs. 45-68.

Carreras, I. e Iglesias, M. (2012), *Modelo de J. Austin sobre alianzas sociales. La colaboración efectiva de las ONG*, ESADE, Instituto de Innovación Social, disponible en: http://www.pwc.es/es_ES/es/fundacion/assets/pwc-esade-colaboracion-efectiva-ong.pdf.

Comisión Europea (2017), *Directrices sobre la presentación de la información no financiera*, Comunicación 215-01, Diario Oficial de la Unión Europea.

De la Torre, I. (2014), «Capitalismo, responsabilidad social e innovación», editorial *Revista Internacional de Organizaciones*, núm. 13 monográfico, págs. 5-198.

De la Torre, I. (2016), «Solidaridad y acción social», en J. Iglesias de Ussel, *La realidad social de España Madrid, INAP,* págs. 93-108.

Durán, J. J. (2009), «La función económica de la empresa socialmente responsable», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, núm. I, págs. 49-70.

Ernst & Young (2017), *Tomorrow's Investors rules 2017*, Centro de Estudios, Resumen Ejecutivo.

Ernst & Young (2017), «La información no financiera como oportunidad de crear valor a largo plazo», *El Economista*, 28-12-2017.

Flores Muñoz, F.; Lizcano Álvarez, J. L.; Mora, M. y Rejón López, M. (2016), «El nuevo Estado no financiero y su verificación obligatoria, exigidos a partir de 2017», *Revista Contable*, núm. 47, Sección Tribuna, septiembre, Editorial Wolters Kluwer.

IAB y We are social (2017), *Estudio anual de redes sociales*, Informe ejecutivo, Madrid.

Maira Vidal, M. M. (2015), «El papel de las organizaciones sociales en la consolidación institucional de la responsabilidad social empresarial a través de sus relaciones con las compañías y los distintos grupos de interés», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, núm. 21, págs. 109-135.

Peiró, J. M. y Bressó, I. (2012), «La comunicación en las organizaciones: Una aproximación desde el modelo de análisis multifacético para la gestión y la intervención organizacional», *Persona*, núm. 15, págs. 41-70, Universidad de Lima.

Porter, Michael E. y Kramer, Mark R. (2011), «Creating Shared Value», *Harvard Business Review 89*, núms. 1-2 (enero-febrero), págs. 62-77.

Schvarstein, L. (2015), *Inteligencia social de las organizaciones*, Editorial unimar, www.umariana.edu.co/ojs-editorial/index.php//article/.../677.

Unión Europea (2014), Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, Diario Oficial de la Unión Europea, L 330/1.

Watts, Duncan J. (2003), *Six Degrees: The Science of a Connected Age,* New York, W.W. Norton & Company.

Gobierno de la empresa y desigualdad

Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza

RESUMEN

La tendencia hacia una creciente concentración de la renta y la riqueza en muchas partes del mundo amenaza la igualdad de oportunidades y la sostenibilidad del crecimiento. Las decisiones empresariales sobre jerarquías internas de puestos de trabajo y salarios, externalización de la producción, globalización y ejercicio del poder de mercado, inciden directamente en la desigualdad de la renta cuando se percibe. Este trabajo propone que el buen gobierno corporativo incorpore la desigualdad a la lista de externalidades que deben ser objeto de autorregulación en la gestión empresarial. En concreto, se recomienda que la gobernanza empresarial interiorice los efectos sobre la desigualdad de actuaciones en los ámbitos de retribución de los directivos, optimización fiscal y reparto de los beneficios.

PALABRAS CLAVE

Desigualdad en renta y riqueza, Concentración de mercados, Gobierno empresarial, Autorregulación.

1. Introducción

La desigualdad que se pone de manifiesto a través de la distribución de la renta y la riqueza dentro de los países y a escala global, se perfila como un tema destacado en la agenda social y política del siglo XXI (Piketty, 2014). La tolerancia social hacia la desigualdad depende mucho de las causas, detrás de una determinada distribución de la renta y de la riqueza, y de las consecuencias que se le atribuyen a la misma. En general, una desigualdad que refleja diferencias en las habilidades y preferencias entre las personas que se desenvuelven en entornos donde el mérito es el principal determinante de ascenso social, puede verse incluso como necesaria para que las personas tengan incentivos a esforzarse y acumular capital humano. La alarma social aparece cuando el nivel y las tendencias en la evolución de la desigualdad de la renta amenazan la igualdad de oportunidades (OECD, 2011) y la viabilidad de un crecimiento económico sostenido (IMF, 2014; Rajan, 2010).

En el discurso político, las actuaciones contra la desigualdad y la pobreza se instrumentan a través de impuestos progresivos sobre la renta y riqueza, con transferencias hacia quienes no tienen ingresos del trabajo suficientes para una vida digna, y con la financiación pública de servicios básicos de educación y salud de acceso universal. Se trata de responder a la desigualdad a través de la redistribución de la renta percibida en concepto de renta del trabajo y del capital. Existe otra aproximación al fenómeno de la desigualdad que hace hincapié en comprender mejor los factores que inciden en la distribución de la renta en origen, antes de la redistribución coercitiva del Estado, y eventualmente actuar sobre ellos. Este texto parte de la premisa de que las decisiones empresariales afectan a la distribución desigual de la renta y la riqueza en origen, de manera que si la excesiva desigualdad es una amenaza para el bienestar colectivo, el buen gobierno corporativo debe extender la autorregulación al ámbito de la desigualdad, como ya hace con otros efectos externos negativos, por ejemplo el daño al medio ambiente.

Existen al menos dos razones para reconocer la desigualdad en la distribución de la renta como aspecto relevante para la gobernanza empresarial. La primera razón tiene que ver con que la redistribución de la renta y la riqueza por la vía de impuestos y subvenciones, aunque aún tiene margen para progresar, ese margen cada vez es menor y las políticas redistributivas por parte de los Estados pierden efectividad con la globalización económica. Además existen los propios límites

a la fiscalidad para que no llegue a convertirse en confiscatoria. La segunda razón es que las decisiones de las empresas en su ámbito de gestión (retribución de los directivos, organización del trabajo, gestión de los recursos humanos, redefinición de las fronteras de la empresa, inversión en intangibles) tienen una incidencia sobre la desigualdad en la distribución de la renta tanto o más importante que la que pueda tener el funcionamiento de los mercados.

Otra pregunta pertinente es si el reconocimiento de la desigualdad entre las externalidades a las que quiere dar respuesta la autorregulación empresarial, puede abordarse bajo el marco conceptual y los instrumentos ya disponibles o, por el contrario, hará falta algún tipo de innovación en este sentido. Sobre este punto, por la relevancia que tiene y tendrá, la autorregulación alrededor de la desigualdad debe formar parte de las competencias del consejo de administración como órgano más representativo de la gobernanza empresarial. Por otra parte, el enfoque de la ética utilitarista que se aplica en la responsabilidad social empresarial orientada al bienestar conjunto de todos los grupos de interés, puede no ser el más adecuado para acomodar los efectos externos de la desigualdad. La ética de la justicia, que se ocupa directamente de la igualdad de oportunidades, del autocontrol frente a los abusos de poder, de la atención prioritaria a los colectivos más desfavorecidos, se adapta a las normas morales sobre la desigualdad mejor que el utilitarismo.

2. Empresa y desigualdad

En este apartado se presentan evidencias sobre la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza y su evolución en el tiempo, poniéndolas en relación con la actividad de las empresas, en tres ámbitos: la concentración de la renta y riqueza en la parte más alta de la distribución; la redistribución de la renta entre países y entre personas de distinto estrato económico que provoca la globalización; y las tendencias hacia la concentración económica en muchos mercados de productos.

2.1. Renta y riqueza en lo más alto de la distribución

El cuadro 1 muestra la concentración de renta en el 1% más alto de la distribución de la misma en España, Francia, EEUU y el conjunto del mundo, en años seleccionados entre 1980 y 2012. La información procede del *World Inequality Report 2018* (WIR 2018) y de la *World Top Income Database* (WTID) (1).

Si la distribución de la renta fuera proporcional a la distribución de la población, el 1% más alto de las personas recibiría el 1% de la renta. La concentración se produce cuando, como en el cuadro 1, en la parte alta de la distribución se concentra sustancialmente más renta que personas. Por ejemplo, en 2012 el 1% de la población mundial con rentas más altas posee un 21% de la renta total. La concentración de renta en la parte más alta de la distribución no es igual en

Cuadro 1
Porcentaje de renta que se concentra en el 1% más alto de la distribución

Años	España	Francia	EEUU	Mundo
1980	7,60%	8,20%	11,10%	16,00%
1990	8,80%	9,30%	14,50%	18,00%
2000	9,70%	11,00%	18,30%	21,00%
2005	12,70%	11,20%	20,10%	22,00%
2010	8,70%	10,80%	19,80%	21,00%
2012	8,60%	10,40%	20,80%	21,00%

Fuente: WTID y WIR 2018.

todos los países. Las cifras indican que en EEUU la concentración de la renta es superior a la de los países europeos. La concentración en España está lejos de la de EEUU, pero entre 1980 y 2005 creció de forma muy significativa del 7,6% al 12,7%.

Cuando se analiza la concentración de renta en la parte inferior de la distribución, los datos ponen de manifiesto que en EEUU el 50% de la población con menos renta recibe el 20% de la renta total en 1980 y el 13% en 2016. En los países de Europa occidental (incluida España) la concentración de renta en el 50% de la población con rentas más bajas es algo mayor que en Estados Unidos y no decrece tanto en el tiempo: el 24% en 1980 y el 22% en 2016 (WIR 2018).

La concentración de riqueza entre los más ricos es todavía más marcada que la de la renta. Con cifras de WIR 2018, para el conjunto del mundo, en todos los años entre 1980 y 2016 el 1% más rico concentra entre el 16% y el 22% de la riqueza total, cuando el 75% (50%) más pobre nunca llega al 10% (2%) de la riqueza total. En el subconjunto del mundo formado por China, Europa occidental y Estados Unidos, el 1% de las personas más ricas concentran hoy el 33% de la riqueza global, comparado con el 28% en 1980. La proporción de riqueza del 1% más rico es similar a la proporción de riqueza que posee el 40% de la población mundial que constituye la clase media (entre el percentil 50 y el percentil 90 de la distribución de la riqueza).

De seguir las cosas como están y en particular con la tendencia de los últimos treinta años, en el año 2050 el 1% (0,1%) más rico concentrará el 39% (26%) de la riqueza mundial. En el caso de España, el 10% (1%) de los hogares más ricos concentran entre el 50% (20%) y el 60% (25%) de la riqueza nacional en todos los años entre 1980 y 2013, mientras que la riqueza en manos del 50% no llega al 9% del total (WIR 2018).

La concentración tan elevada de la renta y la riqueza en el mundo tiene que ver con las empresas y sus decisiones por, al menos, dos razones. Primero, más de la mitad de las personas que forman parte del 1% con mayor nivel de renta son altos directivos de empresas, mientras que la otra mitad se reparte entre empresarios familiares, gestores de fondos de inversión y élites profesionales en diversos campos. Segundo, se estima que aproximadamente la mitad de la riqueza nacional corresponde a activos tangibles e intangibles utilizados en la producción de bienes y servicios y por tanto repartidos entre las empresas, bien constituidas como sociedades de capitales o como empresas personales. El resto son activos en vivienda propia y deuda pública.

En relación al primer punto, en EEUU el repunte en la concentración de renta en lo más alto de la distribución coincide con una escalada en la ratio entre la retribución de los altos directivos de las empresas y la retribución de sus empleados: desde una ratio de 30 en los años 1980 hasta una ratio por encima de 300 en 2014. Por otra parte, este salto en la desigualdad interna de salarios en las empresas coincide en el tiempo con el uso generalizado de sistemas retributivos con un peso importante de la retribución variable vinculada a los resultados de los accionistas. Así, en los años ochenta, solo el 26% de los altos directivos de las empresas del S&P 500 recibían una retribución vinculada a los beneficios de la empresa. En los años noventa el porcentaje sube al 47% y actualmente la inmensa mayoría de las empresas tienen sistemas retributivos donde la compensación de los directivos está vinculada a la rentabilidad para los accionistas. Por último, la implantación de sistemas de retribución para los altos directivos con incentivos de alta intensidad, coincide con un giro en las recomendaciones sobre el buen gobierno corporativo hacia la primacía absoluta de los intereses de los accionistas.

Menos acuerdo existe sobre por qué el uso generalizado de incentivos de alta intensidad deriva en una escalada en el salario total de los altos directivos. Las opiniones sobre el tema se reparten entre quienes consideran que a través del sistema de incentivos se facilita la extracción de rentas a favor de los directivos y en detrimento de los accionistas (Bebchuck y Fried, 2004), y quienes creen que el aumento en la retribución de los altos directivos es consecuencia de la globalización, el cambio tecnológico y un aumento en la demanda de talento directivo (Kaplan y Rauh, 2013). Pero fuere cual fuere la causa, existe bastante unanimidad en que los sistemas retributivos de la alta dirección de las empresas, cuya implantación se impulsa a principios de los años noventa bajo un modelo de gobernanza corporativa que asume como objetivo indiscutible de la empresa y su gestión

la maximización del valor de mercado de las acciones, tiene mucho que ver con la creciente concentración de la renta en los niveles más altos de la distribución.

2.2. *Redistribución de la renta entre ocupados como resultado de la globalización*

La globalización de la que las grandes empresas multinacionales han sido protagonistas directos, ha generado ganadores y perdedores en la distribución de la renta, lo que en parte ayuda a comprender buena parte de las reacciones políticas a la globalización a las que las empresas no pueden ser ajenas.

El cuadro 2 muestra el crecimiento real acumulado en la renta por adulto en distintas zonas geográficas del mundo entre 1980 y 2016, para toda la población y para distintos segmentos de la distribución de la renta. Las cifras del cuadro ponen de manifiesto el importante avance en la renta por adulto en China (avance que también se produce en otros países que no aparecen en el cuadro, como India) durante los años de impulso a la globalización, muy por encima del crecimiento en la renta por adulto en otros países y en el conjunto de la población mundial. Obviamente, las cifras de crecimiento en la renta por adulto deben valorarse teniendo en cuenta las grandes diferencias de partida a favor de los países desarrollados.

China supera a los países desarrollados en crecimiento por adulto en todos los segmentos de la distribución de la renta, desde el 50% inferior hasta el 0,01 superior, pero las diferencias son más sustanciales en los tramos de renta por debajo de la mediana y en el colectivo de renta media, entre el 50 y el 90%. Por ejemplo, entre 1980 y 2016 la población de Estados Unidos con renta por debajo de la mediana de la distribución aumenta la renta por adulto en un total acumulado del 5%; en Europa, en el mismo colectivo, la renta por adulto crece algo más, el 26%. En China, en cambio, las personas en la parte baja de la distribución de la renta aumentan la renta real por adulto en un 417%, es decir, una tasa casi cien veces la de Estados Unidos y casi veinte veces la de Europa. En el tramo del 1% más alto de la distribución, la tasa de crecimiento de la renta por adulto en China es menos de diez veces superior a la de Estados Unidos.

Las personas que pertenecen al colectivo por debajo de la mediana de la distribución de la renta para el conjunto del mundo viven en los países en vías de desarrollo, mientras que la clase media en la distribución mundial, las que están entre el 50-90% de la distribución, representan el 90% de personas que viven en países desarrollados. Queda claro del cuadro 2 que, en términos comparados, el colectivo de personas que forman el grueso de la población que vive en países desarrollados, el 90%, es el que menos se ha beneficiado de la globalización de la economía y la irrupción de países como China, India, Brasil, Rusia en la economía mundial. Los ganadores, en términos comparativos, han sido la mayoría de la población que vive en los países asiáticos y los colectivos de personas con rentas

Cuadro 2
Crecimiento acumulado de la renta real por adulto, 1980-2016

	Europa	EEUU-Canadá	China	Mundo
Toda la población	40%	63%	831%	60%
50% inferior	26%	5%	417%	94%
Mitad 50-90%	34%	44%	785%	43%
10% superior	58%	123%	1.316%	70%
1% superior	72%	206%	1.920%	101%
0,1% superior	87%	320%	2.421%	133%

Fuente: WIR 2018.

más altas, 1, 0,1%, de los países desarrollados. Estos datos explican las resistencias a la globalización entre las clases medias de los países desarrollados, y el avance en el mercado político del llamado *Populismo*.

Las empresas son protagonistas directos de la globalización de la economía. Con las inversiones directas que siguen a las decisiones sobre dónde producir, a las decisiones sobre dónde vender la producción (flujos de comercio mundial), y a las decisiones sobre dónde declarar beneficios (por la optimización fiscal) y cuándo repatriar dividendos, las empresas inciden en la redistribución de la renta entre colectivos residentes en distintas partes del mundo. Por ejemplo, se estima que Japón y Alemania, dos países con empresas muy implicadas en la globalización económica, en 2015 poseen activos en el exterior por un volumen que representa entre el 50 y el 70% de su renta nacional. Desde los años setenta, una fracción significativa del capital doméstico de los países desarrollados es propiedad de residentes en otros países, lo que significa que muchos de los centros de decisión económica, y sin duda los más importantes, podrían estar localizados en el exterior de las fronteras nacionales.

La administración del presidente Trump en Estados Unidos, influida por los votantes que se sienten perdedores con la globalización, trata de poner en marcha políticas comerciales y fiscales que reviertan la situación a favor de la clientela política, las clases medias en Estados Unidos. Las empresas americanas primero, y las del resto del mundo de forma reactiva después, repensarán sus estrategias globales de inversión, producción y venta, unas veces como respuesta a los cambios regulatorios sobre el comercio, y otras como respuesta a las nuevas normas tributarias. Los cambios en la desigualdad en la distribución de la renta en origen y en la redistribución por vía de impuestos y transferencias después, que resultará de estos cambios, es difícil de prever. Pero es seguro que ganadores y perdedores de la globalización seguirán atribuyendo a las decisiones empresariales una alta responsabilidad en lo que afecta a su propio bienestar.

2.3. *Concentración empresarial*

En 2015, en una lista elaborada a partir de cifras de ingresos de las empresas y presupuestos nacionales de los Estados, entre las treinta entidades más grandes del mundo se cuentan hasta diez empresas. Entre ellas Walmart (#9), China National Petroleum (#15), Volkswagen (#22), Toyota (#23), Apple (#25). En realidad, en un total de cien entidades más grandes del mundo ordenadas por ingresos, sesenta y nueve son empresas (Zingales, 2017). Los tamaños empresariales en el mundo rivalizan en dimensión con los de los presupuestos de los gobiernos. Desde esta posición de poder e influencia, las empresas, con servicios privados de seguridad, con poderosos gabinetes de relaciones públicas, con plantillas propias de abogados, se relacionan de tú a tú con los gobiernos e influyen de muchas maneras en las decisiones políticas y económicas.

Las grandes empresas del mundo aprovechan la fórmula corporativa, sociedad de capitales, para concentrar en pocas manos poder económico y político sin tener que responder prácticamente ante nadie. Esta circunstancia ya fue advertida por Berle y Means en los años treinta del siglo pasado, cuando escribieron: *La aparición de la corporación moderna ha traído una concentración de poder económico que puede competir en términos de igualdad con el Estado moderno-poder económico versus poder político, cada uno fuerte en su territorio […] El futuro puede deparar que el organismo económico, ahora tipificado como corporación, no solo se coloque en un plano de igualdad con el Estado, sino posiblemente superándolo como forma dominante de organización social.*

Hasta la mitad del siglo XX, en Estados Unidos, los poderes políticos del Estado consiguieron frenar la concentración empresarial y reducir la discrecionalidad de los directivos. A partir de los años setenta del siglo pasado las cosas cambian y en los últimos veinte años una amplia mayoría de sectores productivos en Estados Unidos han experimentado una tendencia hacia la concentración empresarial (Barkai, 2016). Por otra parte, las bajas y decrecientes tasas de natalidad empresarial y las sucesivas oleadas de fusiones y adquisiciones, han llevado a que, en pocos años, las empresas cotizadas multipliquen su tamaño medio por tres y aumenten sensiblemente su longevidad. Todo ello al tiempo que el llamado capitalismo familiar evoluciona hacia un capitalismo institucional con más de la mitad de las acciones de las empresas cotizadas en Estados Unidos en manos de inversores institucionales. En más

de un tercio de las empresas cotizadas hay un inversor institucional con más del 10% del capital, frente a solo un 12% de empresas en esta situación en 1980.

El aumento en la concentración empresarial y en la concentración de las acciones de las empresas cotizadas en inversores institucionales que reparten su cartera de activos entre empresas del mismo sector de actividad, y por tanto competidores potenciales, coincide también en el tiempo con una pérdida de peso de la retribución de los asalariados en el conjunto del valor añadido de las economía de los Estados Unidos y de otros países desarrollados. Inicialmente la pérdida de peso de la remuneración de los trabajadores se atribuye a una mayor intensificación en el uso del capital en la producción, con el consiguiente aumento en el coste de este factor productivo en el coste total de producción. Sin embargo, Barkai (2016) demuestra que la pérdida de peso sobre el valor añadido bruto ocurre tanto en los costes del trabajo como en los costes del capital y que lo que sucede realmente es que está aumentando de forma sustancial el peso de los beneficios económicos en el valor añadido con la producción. Más aun, se comprueba empíricamente que el aumento en el peso de los beneficios económicos en el valor añadido total se produce a causa de que la creciente concentración de lo mercados posibilita a las empresas para ejercer más poder a la hora de fijar los precios de sus productos.

Las explicaciones de estas tendencias hacia la concentración y un mayor peso de las grandes empresas, varían entre unos economistas y otros. Hay quien dice que la concentración empresarial es consecuencia de la difusión y el peso creciente de las externalidades de red, sobre todo debido al uso generalizado de Internet y a las redes sociales. Por otra parte, la creciente importancia relativa de industrias intensivas en bienes informacionales con los altos costes fijos y costes marginales próximos a cero, crean una situación competitiva donde el ganador se queda con todo el mercado (Autor y cols., 2017). Otros autores, en cambio, ponen el acento en el debilitamiento a lo largo del tiempo de los mecanismos de defensa de la competencia. En este sentido, Grullon y cols. (2017) señalan que en los años 1970-1999 el Departamento de Justicia y la FTC de Estados Unidos presentaron a juicio un promedio de 15,7 casos de posibles conductas anticompetitivas, mientras que entre los años 2000 y 2014 el número de casos por año se reduce hasta 2,8.

3. Implicaciones para la gobernanza empresarial

La concentración de renta y riqueza en unas pocas personas, la concentración creciente de la producción en pocas empresas y la desigual participación de las clases medias de los países desarrollados y de los países en vías de desarrollo en el crecimiento de la renta en los años de intensa globalización, constituyen rasgos característicos de la economía mundial en los últimos treinta años. Esta realidad muestra la doble cara de la desigualdad social y un nuevo reparto del poder económico y político, con síntomas de altos riesgos de desestabilización. La sociedad por acciones, la llamada corporación, se perfila como un actor clave en la articulación de las relaciones que hacen posible esa concentración de poder económico y social, y de modo especial su modelo de gobierno corporativo dominante, con un claro sesgo financiero: entidades con personalidad jurídica propia que se gestionan y controlan bajo la premisa de la maximización de unos resultados coincidentes con los de los inversores que las financian.

Algunas publicaciones recientes de economistas poco sospechosos de posiciones radicales, Anat Admati (2017), de la Universidad de Stanford, y Luigi Zingales (2017), de la Universidad de Chicago, responsabilizan directamente a la empresa-corporación y al sesgo financiero de su sistema de gobernanza del crecimiento en la concentración de poder y en la desigualdad económica. Para Admati, la gobernanza financiera incentiva decisiones y conductas contrarias al interés general entre quienes controlan los recursos de la empresa, en un entorno de mercados no competitivos, contratos incompletos y déficits de información que complican la aplicación de leyes y regulaciones dirigidas precisamente a proteger el interés general. Zingales, por su parte, alude expresamente a la connivencia entre los poderes económicos y los responsables políticos, donde el poder de las empresas es tan elevado que están en condiciones de utilizar el elevado poder político que poseen para proteger y reforzar su poder de mercado.

Con este diagnóstico, Admati y Zingales reclaman más conciencia social sobre los crecientes conflictos de intereses entre los poderes económicos y políticos y sobre las importantes externalidades sociales negativas que resultan de los mismos. También lamentan la escasa aportación intelectual y real de los economistas académicos a generar esa conciencia colectiva, en parte debido a que la Economía analiza el funcionamiento de los mercados bajo hipótesis de competencia perfecta, contratos completos e información perfecta, donde las empresas quedan reducidas a una mera representación de la tecnología de producción. La realidad, en cambio, está más cerca de unos mercados con tendencias permanentes a la monopolización, contratos incompletos, información incompleta y asimétrica, y empresas que actúan como relaciones de poder (Zingales reclama una teoría política de la empresa). Reclaman también más transparencia y más democracia interna en las empresas, reglas más eficaces contra las puertas giratorias, más contundencia en las actuaciones de los órganos de defensa de la competencia, reformas para reforzar la voluntad de los funcionarios a la hora de dictar y aplicar leyes y regulaciones para contrarrestar los incentivos de los decisores empresariales a extraer rentas, engañar y gestionar inadecuadamente los riesgos.

Estando de acuerdo en que es preciso contrarrestar las tendencias hacia la desigualdad y la concentración de poder económico en pocas empresas a través de poderes políticos independientes, una opinión pública bien informada y una investigación económica que combine rigor y relevancia, creemos también en la necesidad de autorregulación de las propias empresas como respuesta a los daños colaterales de la desigualdad y la concentración de poder. Una orientación exclusivamente financiera en el gobierno y la gestión, alimenta tendencias a la desigualdad en la distribución de la renta (por la vía de las retribuciones a directivos y consejeros) y de la riqueza (por los elevados beneficios que engrosan la riqueza privada de los accionistas propietarios). Además, la elevada concentración económica, aunque obedezca a cambios tecnológicos, contradice las condiciones que el propio Milton Friedman establece como necesarias para que la maximización del beneficio sea un objetivo legítimo de las empresas: que la maximización se realice en un entorno de competencia abierta y libre, sin engaño ni fraude (respeto a la ley y las costumbres que las empresas toman como dadas).

La autorregulación empresarial en el uso del poder y en las decisiones que inciden sobre la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza debe articularse como parte de la gobernanza y entrar en las agendas de los consejos de administración. Muchos de los detalles sobre cómo llevar a la práctica esa deseada autorregulación están pendientes de desarrollar pero existen tres aspectos en los que la nueva gobernanza está en condiciones de incidir: el diseño de los incentivos económicos a los equipos directivos, la optimización fiscal y los mecanismos que crean riqueza y la distribuyen entre los grupos de interés.

En relación con el diseño de incentivos al trabajo de la alta dirección, resulta necesario que el gobierno corporativo refuerce el control por parte de un consejo independiente sobre el nivel y composición de las retribuciones. Como regla general, resulta recomendable reducir la conexión entre incentivos económicos y resultados financieros. Sobre todo cuando estos resultados cada vez dependen menos de ventajas competitivas que deben actualizarse de forma permanente para responder a presiones competitivas de empresas rivales, y dependen más de posiciones de poder monopolístico. Si se desea que los directivos de las empresas interioricen con sus decisiones efectos externos no deseables, incluidos los que inciden en la desigualdad, el sistema de compensación debe de vincular recompensas a la consecución de objetivos en la reducción de los efectos externos no deseados. Muchas veces no es fácil encontrar indicadores objetivos con los que medir el avance en la consecución de objetivos no financieros. Cuando eso ocurre la recomendación normativa desde el diseño de incentivos óptimos es que no se vincule retribución variable con ninguno de los múltiples objetivos que se desean conseguir, tampoco para aquellos que son más fáciles de medir.

Las empresas pagan impuestos con los que el Estado, a su vez, paga subsidios y financia servicios públicos que contribuyen a corregir los excesos de la desigualdad en origen, a través de conseguir más igualdad en el consumo final. La optimización fiscal por parte de

las empresas, aunque se realice dentro de la ley, pone en peligro la viabilidad de instrumentos que el Estado utiliza para revertir la desigualdad en origen, por falta de financiación. Si las empresas interiorizan las externalidades por la elevada concentración de renta y riqueza, se convierten en socios del Estado en contribuir a mantener la desigualdad en la renta y en el consumo final dentro de unos límites socialmente tolerables y compatibles con el crecimiento sostenible. Pagando impuestos las empresas contribuyen al reparto más equitativo de la renta y la riqueza, pues con ello se reducen los sueldos más elevados y las rentas de los grandes accionistas (menos dividendos), a la vez que con los mayores ingresos el Estado está en mejores condiciones de reducir la desigualdad a posteriori proveyendo servicios públicos de calidad y de acceso universal.

El *capitalismo compartido*, tal como lo entienden Kruse y cols. (2010), se presenta como una alternativa al capitalismo financiero. Sus propuestas consisten esencialmente en que más trabajadores en todo tipo de empresas reciban una parte de su retribución vinculada a los beneficios de las empresas para las que trabajan. Con ello se refuerza el sentido de pertenencia de los trabajadores con las empresas y se consigue una economía más flexible y adaptativa. De seguirse las recomendaciones del capitalismo compartido la desigualdad en origen se reduciría a través de repartir entre todos los trabajadores una parte de la renta que, de no compartirse, engrosaría la riqueza personal de los altos directivos y los accionistas más significativos. Aunque es de esperar que a través de la participación financiera de los trabajadores en las empresas donde trabajan se consiga una menor desigualdad en la distribución de la renta en origen, con importantes diferencias entre los beneficios entre unas empresas y otras, la desigualdad dentro del colectivo de trabajadores previsiblemente aumentaría, lo que podría derivar en algún rechazo sindical.

Pero el capitalismo compartido no debería limitarse a ampliar la participación financiera de los trabajadores en la empresa sino que debería extender el concepto de compartir la riqueza creada al conjunto de grupos de interés. En este sentido, el gobierno corporativo debería autorregularse para evitar aprovecharse del poder de mercado para conseguir más beneficios en detrimento del bienestar de los consumidores. Legitimar unos beneficios elevados bajo la premisa de que se repartirán entre todos los trabajadores no es defendible desde el interés general. Más que quitar a los clientes para dárselo a los trabajadores, lo que procede es valorar de modo conjunto los mecanismos de creación y reparto de riqueza, atendiendo de modo especial a los colectivos menos favorecidos.

Hay muchas más actuaciones empresariales que merecen formar parte de la gobernanza inclusiva a la que nos estamos refiriendo: cambios en las fronteras de la empresa con las nuevas modalidades de externalización y relaciones laborales que se confunden con las relaciones mercantiles; formas de participación en la toma de decisiones, además de la participación financiera; transparencia interna (compartir información sobre las retribuciones entre todos los trabajadores); transferencias transfronterizas de renta y riqueza en las actuaciones globales… suficientemente importantes para tenerlas en cuenta en investigaciones futuras.

NOTA

(1) Tanto el informe sobre desigualdad como la base de datos de alcance mundial sobre la distribución de la renta y la riqueza, son el resultado del esfuerzo de un colectivo amplio de economistas especializados en el estudio de la desigualdad económica liderados, por Anthony Atkinson (hasta su reciente fallecimiento), Thomas Piketty, Emanuel Sáez y Gabriel Zucman. El influyente libro de Thomas Piketty, *El capital del siglo XXI,* ha dado visibilidad al trabajo del equipo, mientras justifican la gran aportación de datos de libre acceso sobre desigualdad económica por el deseo de contribuir a un debate democrático e informado sobre la desigualdad económica y sus consecuencias.

BIBLIOGRAFÍA

Amati, A. (2017), «A Skeptical View of Financialized Corporate Governance», *Journal of Economic Perspectives*, 31, 3: 131-150.

Autor, D.; Dorn, D.; Katz, L.; Patterson, Ch. y Van Reenen, J. (2017), «Concentrating and the Fall of the Labor Share», *American Economic Review*, 107(5): 180-85.

Barkai, S. (2016), «Declining Labor and Capital Shares», http://home.uchicago. edu/~barkai/doc/BarkaiDecliningLaborCapital.pdf.

Bebchuk, L. y Fried, J. (2004), *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Berle, A. y Means, G. (1932), *Modern Corporation and Private Property*, Piscataway, NJ: Transaction Publishers.

Grullon, G.; Larkin, Y. y Michaely, R. (2017), «Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?», available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_ id=2612047.

International Monetary Fund (2014), *Redistribution, Inequality, and Growth*, IMF Staff Discussion Note.

Kaplan, S. y Rauh, J. (2013), «It's the Market: The Broad-Based Rise in the Return to Top Talent», *Journal of Economic Perspectives,* 27, 35-56.

Kruse, D.; Freeman, R. y Blasi, J. (edrs.) (2010), *Shared Capitalism at Work*, Chicago, University of Chicago Press.

Organization for Economic Cooperation and Development, (2011), *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, OECD Publishing.

Piketty Th. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Rajan, R. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

World Inequality Lab (2017), *World Inequality Report 2018*.

Zingales, L. (2017), «Towards a Political Theory of the Firm», *Journal of Economic Perspectives*, 31, 3: 113-130.

Gobierno (en la gobernanza) de la empresa multinacional

Juan José Durán Herrera (*)
Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

El gobierno de la empresa multinacional (EM) se práctica en una heterogeneidad de contextos que evidencian la relevancia de la distancia institucional, cultural y económica entre los países en los que la empresa tiene localizadas sus filiales. Comprende el gobierno del todo (desde la perspectiva de la sede central) y de las partes: una adaptación local o doméstica para cada filial. En el gobierno de las EM influyen la diversificación geográfica y sectorial, así como la institucional, y las múltiples relaciones de agencia y de estructuras de propiedad. El cumplimiento de las leyes del país de origen y los de destino han de ser consistentes en un entorno conformado por los organismos e instituciones internacionales. En este contexto, la autorregulación de la EM (códigos de conducta) adquiere especial relevancia.

PALABRAS CLAVE

Empresas multinacionales, Gobernanza internacional, Gobierno de la empresa, Organismos internacionales, Paraísos fiscales.

1. Introducción

Entendemos que una empresa es multinacional (EM), o trasnacional, si controla efectiva y directamente unidades empresariales (filiales) localizadas en, al menos, un país extranjero, y es propietaria (parcial o totalmente) de sus capitales propios. De esta definición se desprende que la EM, de acuerdo al número de países, y modelos de capitalismo, en los que está presente, se enfrenta a diferentes entornos institucionales, culturales y económicos. El gobierno de la EM ha de ocuparse de la formulación de estrategias (global y adaptación local-trasnacional) y de definir el rol estratégico de las filiales, bajo un prisma de un correcto funcionamiento y coordinación de los consejos de administración, de la alta dirección y juntas de accionistas (de matriz y filiales) para el cumplimiento eficiente de objetivos. Así, podemos hablar de gobierno del todo (la EM) y de sus partes (de cada filial). En este contexto se pueden producir divergencias de objetivos y percepciones entre los distintos partícipes en la empresa, especialmente entre accionistas minoritarios, accionistas mayoritarios, directivos e inversores externos, tanto a nivel de la EM como un todo como en lo relacionado con las filiales y entre los directivos de estas y la correspondiente casa matriz. En este contexto procede la aproximación de capitalismo compartido al gobierno corporativo (Salas, 2018).

La EM posee activos específicos (tecnológicos, comerciales y gerenciales o de gestión) que en mayor o menor medida constituyen una base común de interdependencia en su red internacional de filiales. La geografía internacional de estos activos específicos (físicos e intangibles) está entrelazada y coordinada a través de los directivos de filiales y de la matriz y de la representación de los capitales financieros internos del sistema EM en los correspondientes consejos de administración. Adicionalmente, esta coordinación y control de la red internacional de filiales también se realiza a través de los mecanismos propios del control estratégico y de gestión de las filiales.

Un componente de los activos intangibles de la empresa es la reputación, como reconocimiento y percepción pública de la calidad de las actividades de la empresa. Puede entenderse como una percepción colectiva que si es positiva puede ser fuente de rentas económicas

(*) Agradezco los comentarios realizados por el profesor Vicente Salas.

(Pfarrer y cols., 2010; Fang, 2005), lo que constituye un incentivo para mantenerla e invertir en su reforzamiento. La responsabilidad estratégica (social y medioambiental) y el comportamiento ético puede ser fuente de reputación y es valorada por los mercados de capitales (Bickley y cols., 2002; Durán y Bajo, 2013). En este orden de ideas, también hay que subrayar que las empresas además de crear o adquirir activos intangibles también pueden generar pasivos de naturaleza intangible, derivados de la existencia de contratos ocultos, contingencias o malas prácticas (Durán, 2018) y de estrategias irresponsables conscientes (Riera e Iborra, 2017).

El gobierno de la EM adopta una perspectiva de heterogeneidad de contextos que evidencian: distancia institucional, cultural y económica entre los países. En este orden de ideas ha de producirse sincronización/coordinación internacional y a los respectivos niveles domésticos de las cadenas de valor en las que participa la EM. Entendemos que la EM podría seguir criterios de consistencia en sus decisiones en términos de: cumplimiento de las leyes de país de origen y de destino; consistencia de códigos éticos con normas culturales y creencias personales. Diferencias culturales en creencias y valores pueden conducir a diferencias en comportamiento.

La inversión directa en el exterior (IDE) es el modo a través del que una empresa doméstica se transforma en multinacional. Las inversiones directas se agrupan organizativa y jurídicamente en filiales. Hasta épocas recientes la práctica totalidad de la IDE procedía de países desarrollados y en gran medida, dados sus fundamentos (ventajas competitivas específicas y factores de localización), también se destinaba a países avanzados. Es a partir de la última década del siglo pasado cuando la emisión de IDE de países menos desarrollados (la mayoría de los existentes) empieza a alcanzar relevancia internacional. En este sentido, podemos mencionar cómo prácticamente a partir de esa década las EM de gran tamaño de estos países ya forman parte de las mayores del mundo. Así, a principios de este siglo una treintena de estas empresas se incluían entre las 500 mayores del mundo según *Fortune*: en 2008 eran 76: en 2011 ascendían a 116 y en 2016 eran 156. En cualquier caso, sigue existiendo una gran concentración geográfica, aunque algo más diversificada. Así, según datos recientes: tres cuartas partes del *stock* de IDE a nivel mundial se concentra en doce países: EEUU (24%); RU (7%); Alemania y Francia (6%); China, Suiza y Japón (5%); Holanda, Bélgica y Canadá (4%); España (2,4%) e Italia (2,3%). En todos ellos el *stock* de IDE representa un elevado porcentaje del PIB. Las grandes multinacionales, relativamente pocas en número, lideran y explican en gran medida las grandes magnitudes de la economía mundial.

Las primeras posiciones por tamaño las han venido ostentando las multinacionales de los sectores más dinámicos del momento. En la última década los primeros puestos los ocupan las denominadas multinacionales de economía digital. La capitalización de estas EM asciende a tres veces más que otras EM. En 2015 las diez EM tecnológicas explicaban el 26% de capitalización total de las cien mayores EM. Las cinco grandes, Apple, Google, Microsoft, Facebook y Amazon, son las más valoradas en el mundo (1). En estas empresas los activos físicos son relativamente menores que los de las grandes multinacionales de otros sectores, primando más los activos intangibles y circulantes, en particular activos líquidos.

A pesar de la clara inserción en la economía mundial de los países menos desarrollados, especialmente los denominados emergentes, a través de sus propias multinacionales, la realidad sigue mostrando la mayor preeminencia, a gran distancia, de los países más avanzados. En ambos grupos de países, la IDE recibida y emitida, medida en términos de *stocks* ha venido creciendo progresivamente. Sin embargo en términos de posición neta –*stock* de IDE emitida menos *stock* de IDE recibida–, la mostrada por los países avanzados es siempre positiva y creciente mientras que en el caso de los menos desarrollados es siempre negativa y creciente y viene en gran medida explicada por los denominados emergentes (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, México, entre otros). Es decir, estos países son receptores netos de IDE. También hay que destacar la relevancia de estas cifras (posición negativa) en el caso de las economías en transición. En los paraísos fiscales en algún periodo la posición ha sido positiva aunque destacan las posiciones negativas relativamente elevadas. La interpretación de estas indicaciones dependerá de

la procedencia y naturaleza de los fondos y de su destino geográfico. La utilización de los paraísos fiscales, aun haciéndolo legalmente, optimiza los resultados de la empresa, facilita la canalización internacional de los flujos financieros y afecta a los ingresos fiscales de los países, aumentando la distancia (desigualdad) internacional y entre grupos de un mismo país.

2. Inversores directos en el exterior y resultados

Las legislaciones domésticas sobre inversiones directas y los cambios realizados en ellas, durante las tres últimas décadas, han sido, en general, favorables a la recepción de inversiones extranjeras (UNCTAD, 2016) (2). Esta actitud favorable hacia la inversión directa (IDE) a nivel mundial se ve reflejada también en el hecho de que prácticamente todos los países tienen programas de incentivos para atraer esta clase de inversiones y poseen Agencias de Promoción de Inversiones (API), siendo más de 180 las que han sido evaluadas por el Global Investment Promotion Benchmarking del Banco Mundial. Asimismo, la legislación internacional sobre inversión también se va incrementando progresivamente si consideramos el número de acuerdos de integración comercial y de tratados bilaterales firmados para promover y proteger recíprocamente las inversiones y para eliminar la doble imposición internacional. También hay que mencionar el progresivo aumento del número de países menos desarrollados que han ido incorporando legislación sobre defensa de la competencia.

El entorno institucional de los países y la estructura de propiedad de sus empresas condiciona su forma de gobierno y este se ocupa, en términos generales, del diseño estratégico, de la gestión y el control de la actividad empresarial a desarrollar. En el caso de las empresas multinacionales, hay que considerar la coordinación internacional de sus filiales en el exterior y su gobierno, en cuyo diseño la EM desplegará su estrategia trasnacional (visión global y adaptación local o doméstica), contemplando la propiedad de la filial y modelo económico de los respectivos países en la configuración de los consejos de administración. Se puede decir que la empresa multinacional tiene una triple responsabilidad; *a)* económica: asignación eficiente de los recursos y orientación al largo plazo; *b)* ética, y *c)* legal.

Del análisis de la evolución de la IDE a lo largo del tiempo se observan las siguientes características. En primer lugar hay que mencionar la relevancia de las fusiones y adquisiciones trasfronterizas (prácticamente adquisiciones) en todos los periodos, mostrando en algunos años cifras superiores a las inversiones *greenfield*, representando unos años más del 20% de los flujos totales de IDE y en otros periodos en torno al 50% de estos. Aproximadamente el 80% de las compraventas trasfronterizas de empresas se realiza entre los países avanzados. En segundo lugar, la creciente importancia que han ido adquiriendo los fondos de inversión de capital riesgo (*private equity*) (3) y fondos soberanos como inversores directos. Por último, son significativas las multinacionales de propiedad estatal.

2.1. *Fondos soberanos*

Los fondos soberanos, o también denominados de riqueza soberana son propiedad de Estados y sobre ellos los que deciden sus gobiernos. Realizan inversiones de cartera y también inversiones directas en el exterior (que superan los 6,5 billones de dólares). Una parte significativa de la inversión ha de hacerse en el extranjero. Los fondos soberanos también invierten en fondos de capital riesgo.

El 70% de la IDE realizada por fondos soberanos se ha registrado en servicios (financieros, inmobiliarios, construcción y servicios públicos) y desde el punto de vista geográfico el 77% de la IDE se ha realizado en los países avanzados (EEUU: 14%; UE: 43%; otros: 20%). En la Unión Europea, entre 15 y 25% de las empresas cotizadas tiene como accionistas a fondos soberanos (UNCTAD, 2014, pág.19).

De las 113 operaciones de inversión de fondos soberanos analizadas, 18 tomaron posiciones de control del 50% o más del capital de la empresa participada de países avanzados. Otras inversiones relevantes fueron: 10% de Porche Holding (Alemania) por parte de Qatar Investment Authority (13.200 millones de dólares); 10% de Volkswagen (Alemania) por Qatar Investment Authority (4.600 millones de dólares); 9% de Daimler (Alemania) por International Petroleum Investment Company de EAU (2.600 millones de dólares); 100% de NOVA Chemicals Corporation (Canadá) por In-

ternational Petroleum Investment Company de EAU (2.300 millones de dólares); 17,2 % de Teck Resource (Canadá) por Qatar Investment Corporation (1.500 millones de dólares). Este último fondo invirtió en la adquisición del 9,524% del capital de Iberdrola.

Los fondos más activos en los últimos años fueron el China Investment Corporation y el Government of Singapur Investment Corporation. También se puede señalar la inversión del fondo de Singapur Temasek en el 11% del capital de Merill Lynch (4,4 mil millones de dólares) y la adquisición del 69% del grupo sueco de mercados financieros OMX AB por Dubai International Financial Centre (DIFC). Los efectos tanto de los *Private Equity* (Phalippou y Gottschalg, 2009) como de los fondos soberanos (Chhaochharia, Vidhi y LucLaeven, 2008) no parecen estar claros todavía según la evidencia disponible. En diciembre de 2011 China anunció la creación de dos fondos soberanos: uno para invertir en Europa (HuAn) y otro para invertir en EEUU (HuaMei). El diseño de estos fondos al HuAnFund localizado en Hong Kong, conocido como SAFE Investment Company, que ha invertido en varias empresas cotizadas en bolsas de valores. Fondos chinos han tomado participación en varias empresas europeas (por ejemplo, las suecas Saab y Volvo o la empresa química húngara Borosodchem).

Desde el comienzo de la crisis financiera fondos soberanos de Abu Dhabi, China, Kuwait, Libia, Qatar y Singapur han realizado importantes inversiones en grandes bancos occidentales como: Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Merril Lynch, Morgan Stanley, UBS y Unicredit (Banque de France, 2008, 12). Algunas de estas inversiones representan el 10% o más de su capital. Países productores de petróleo subsaharianos han creado SWF; recientemente en Angola, Nigeria y Ghana.

2.2. *Empresas multinacionales de propiedad estatal*

Las empresas multinacionales de propiedad estatal (EMPE) tienen, en principio, acceso preferencial a recursos proporcionados por el gobierno, como créditos bancarios, incentivos fiscales así como a las representaciones diplomáticas en el exterior (4) (Brickley, y cols., Knutsen y cols., 2011). También tienen conexiones con gobiernos locales a través de consejeros, directivos y relaciones políticas; cuestión esta que también se observa en EMS totalmente privadas. Adicionalmente se puede argumentar que las EMPE tienen menos presión para alcanzar objetivos a corto plazo relacionados con maximización de beneficios y generación de determinados niveles de flujos de caja, y disfrutan de una mayor tolerancia al riesgo. Estas circunstancias hacen que la tasa de rentabilidad mínima exigida sea inferior a la de las multinacionales privadas, lo que puede redundar en la realización de mayores volúmenes de IDE. La Empresa Multinacional de Propiedad Estatal (EMPE) puede facilitar, mejorar, las relaciones políticas entre países, así como aumentar la esfera de influencia del gobierno del país de origen para obtener recursos y capacidades.

El 34% de las EMPE (unas 1.500) están controladas al 100% por el Estado; en el 29% tienen participaciones mayoritarias; en el 21% la propiedad está entre el 25 y el 50%. Por último, en el 16% de las EMPE el porcentaje de propiedad es inferior al 25%.

De las 25 mayores multinacionales de propiedad estatal (EMPE), no financieras por activos en el exterior, 18 proceden de ocho países avanzados; el resto son de países menos desarrollados (China, Brasil, Malasia y Arabia Saudí). De estas 25 empresas cinco son 100% propiedad del Estado (cuatro chinas y una sueca), cinco lo son mayoritariamente (Francia, Noruega, Malasia, Arabia Saudí e India) y el resto de control minoritario. En el caso de empresas de servicios financieros 15 tienen nacionalidad de países emergentes (nueve chinas, dos rusas y dos hindús) y cinco son específicamente aseguradoras. El 41% de las cien mayores multinacionales de origen en países emergentes son de propiedad estatal. Algunas EMPE de servicios financieros son el resultado de la intervención del Estado como consecuencia de la crisis de 2008-2009.

Los sectores de actividad de estas empresas básicamente son petróleo (8), electricidad, gas y agua (4), minería (4), telecomunicaciones (3) y vehículos de motor (3). Es decir las grandes EMPE desarrollan su actividad en el ámbito de los recursos naturales y de servicios financieros. Sin embargo, la de mayor tamaño es Volkswagen (20% propiedad estatal), seguida de dos italianas de electricidad (23,6% de propiedad) y

petróleo (25,8% de propiedad). Les sigue la empresa de telecomunicaciones alemana Deutsche Telekom AG y dos francesas de electricidad (84,6 y 32,0% de propiedad, respectivamente).

2.3. *Resultados*

En las grandes multinacionales se produce una considerable concentración de poder; pocos accionistas controlan la mayoría de la riqueza de estas empresas (5). Según WIR (2017), las 5.000 mayores EM han venido informando de la obtención de elevadas tasas de rentabilidad, registrando en sus balances considerables cuantías disponibles de efectivo y de reinversión de beneficios. Estos datos se reflejan en mayores precios de las acciones, ligados también al valor de las adquisiciones trasfronterizas. El poder económico (y de mercado) y político de estas empresas es incuestionable.

Las ganancias monetarias de las empresas internacionales (multinacionales y netamente exportadoras) se canalizan, a través de diferentes circuitos, a los accionistas (especialmente los de control o referencia) y a los directivos y consejeros (que también parece ven incrementada su remuneración cada periodo, sea o no de crisis), además de a la reinversión de beneficios, que permite ampliar las inversiones en el exterior e incrementar el valor de la empresa (ganancias de capital) y consecuentemente una mayor concentración de riqueza de sus propietarios.

En general, la presión fiscal de las empresas multinacionales es baja y ha venido disminuyendo como se puede apreciar en diversas publicaciones (OCDE, 2012, 2015). Los impuestos efectivos se calculan sobre bases, en mayor o menor medida, condicionadas por las transacciones internas y por sus correspondientes precios de transferencia y están determinadas por: deducciones e incentivos fiscales, gastos financieros (externos y de deuda intraempresa), libertad de amortización de activos y fondo de comercio y deducción de pérdidas en el exterior. Los tipos efectivos de las grandes multinacionales están entre 4 y 8,5% por debajo del aplicado a las empresas domésticas comparables, según indica la OCDE.

La ingeniería financiera y jurídica (diseño de contratos, filiales instrumentales) es un elemento importante en la configuración de los flujos financieros en el seno de las multinacionales. Los denominados paraísos fiscales (algunos clave situados en la UE y en la denominada Commonwealth) son relevantes en las finanzas internacionales, en el blanqueo de capitales, en la elusión fiscal, en el pago de *servicios* opacos y previsiblemente en la colocación de remuneraciones en el exterior prácticamente libres de impuestos. Se puede leer que la elusión fiscal cuesta a la UE un billón de euros al año, y unos 200.000 mil millones a nivel global. Asimismo, también se han mostrado (UNCTAD) la relevancia de inversiones directas en el exterior canalizadas a través de paraísos fiscales de diversos países. En este sentido hay que reseñar las cantidades sustanciosas que personas físicas (6) tienen en paraísos fiscales. En este contexto habría que añadir el tratamiento fiscal favorable de las rentas de capital en comparación con las rentas del trabajo (7).

Estos países se caracterizan por tener un escaso nivel de riesgo político (algunos son desarrollados, muchos otros son de dimensión pequeña y antiguas colonias británicas), poseen libertad de movimientos internacionales de capitales, tienen escasa o nula fiscalidad, secreto bancario y en general poca transparencia. Muchas empresa multinacionales, según se observa en sus memorias anuales, poseen sociedades instrumentales localizadas en estos países.

3. Configuración de la gobernanza de la empresa multinacional

En este contexto partimos de la acepción de gobernanza (8) del *Diccionario de la Lengua Española*, adaptándolo al ámbito institucional internacional, para así poder identificar elementos asociados, a la *manera de gobernar* de las actividades de las empresas multinacionales en una economía globalizada; asumiendo como objetivo institucional (aparente) el logro del desarrollo económico, social e institucional, y promoviendo un equilibrio entre los Estados, las sociedades civiles y los mercados, es decir, un objetivo deseable de bien común, de creación conjunta de riqueza.

La gobernanza política de los Estados, según el Banco Mundial, consiste en las tradiciones e instituciones mediante las que se ejerce la autoridad en un país (y en las relaciones internacionales). Incluye el proceso mediante el que se seleccionan, monitoriza y se sustituyen los gobiernos; la capacidad del gobierno en la formulación e implementación efectiva de políticas adecuadas; y el respeto a los ciudadanos y al estado de las instituciones que gobiernan las interacciones económicas y sociales entre ellos. La rendición de cuentas, la estabilidad política, ausencia de violencia, efectividad del gobierno, la calidad regulatoria, el cumplimiento de la ley y el control de la corrupción son indicadores de gobernanza. Las instituciones de los países de origen y de destino de las Inversiones directas de las empresas multinacionales condicionan las decisiones de estas, especialmente las de localización de actividades. En este sentido, una EM diversificada internacionalmente opera en diferentes sistemas o modelos de capitalismo; en países con diferentes grados de desarrollo económico e institucional.

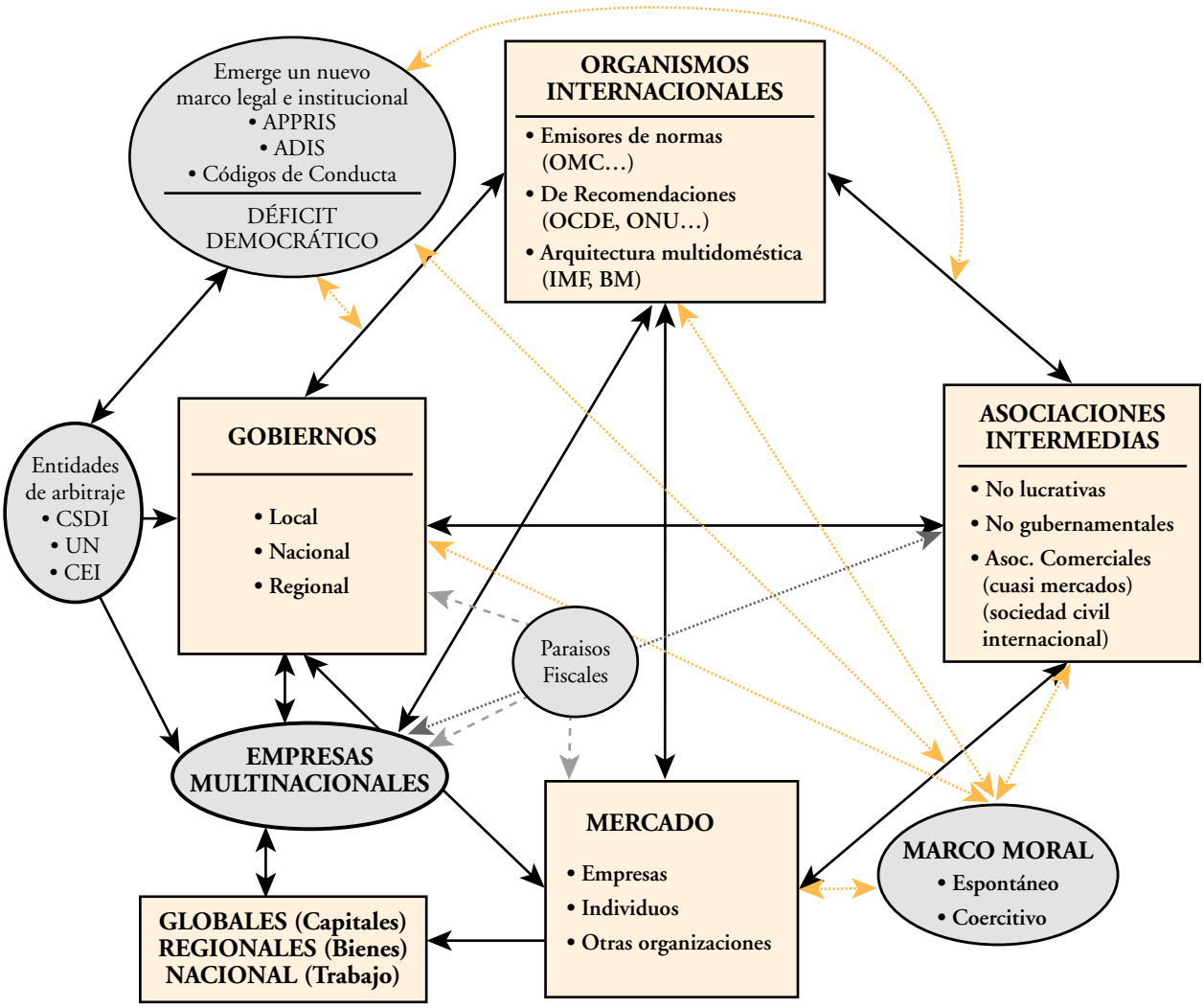
Los modelos capitalistas contemporáneos difieren en sus concepciones sobre los roles y responsabilidades del estado, del mercado, de las empresas y de la sociedad civil. Hay dos grandes modelos de capitalismo: el denominado liberal de economía de mercado, también conocido como anglosajón y el de economía regulada (coordinada) de mercado. Los países de tradición anglosajona (*common law*, jurisprudencia) se apoyan en normas y códigos privados, mientras los países basados en códigos civiles, de Europa continental y Japón, dependen más de las regulaciones y de la propiedad más concentrada que el otro modelo, que está más disperso. Mientras los primeros se caracterizan por tener unos sistemas financieros menos intervenidos con un mercado de capitales desarrollado y un sistema legal basado en la jurisprudencia, los segundos tienen un sistema financiero más regulado, con mercados más intervenidos y sistemas legales menos fundamentados en la jurisprudencia y más en códigos de conducta (9).

En el modelo anglosajón, el gobierno corporativo es de carácter monista, en el que el poder y control está más orientado a la creación de valor para el accionista, con las restricciones de satisfacer las relaciones con los otros grupos de interés. La perspectiva pluralista o de empresa *stakeholder* considera que el éxito depende de todos los grupos de interés (empleados, directivos, clientes, bancos, inversores institucionales, directivos, administraciones públicas). En el caso alemán existen bajo su perspectiva de economía social de mercado dos consejos: el ejecutivo y el supervisor. En una encuesta a empresas de los dos modelos generales, las anglosajonas elegirían más dividendos a una mayor estabilidad en el empleo mientras que en el modelo continental la preferencia es la opuesta (Hinterhuber y cols., 2004).

En los dos modelos mencionados se pueden identificar cuatro orígenes legales principales: Inglés (derecho anglosajón de Reino Unido, Australia, Canadá, Estados Unidos y las colonias donde se extendieron); francés (derecho civil); alemán (Europa Central y países asiáticos donde se ha adoptado dicha ley), y nórdicos (los cuatro países escandinavos), se puede añadir una quinta categoría: Socialistas (Transición), doce países de la antigua Unión Soviética que emergieron tras su ruptura (Djanjov y cols., 2007). En el denominado modelo nórdico o escandinavo, se observa una estrecha cooperación y consenso en las relaciones entre Estado, empresas y trabajadores, con una larga tradición de implicación de la sociedad civil en las políticas públicas. En este contexto, los organismos internacionales son relevantes en la gobernanza de las multinacionales.

En general se puede afirmar que las legislaciones, prácticamente de todos los países, son favorables a la inversión extranjera, especialmente la de tipo directo. La evolución de los cambios legislativos nacionales desde finales de la década de los ochenta del siglo pasado han sido facilitadores de la IDE, como también se puede decir que lo han sido los múltiples acuerdos (comerciales) existentes de integración regional. Adicionalmente entendemos que hay que referirse a los acuerdos megarregionales (UNCTAD, 2016) entre grupos de países, en los que también la IDE es un elemento relevante. Siete de estos acuerdos incorporan a 88 países (avanzados y menos desarrollados). Los seis mayores acuerdos se solapan con 140 acuerdos internacionales (IIA) y crearon 200 nuevos tratados bilaterales de protección y promoción recíproca de inversiones (APPRI). Estos acuerdos megarregionales implicaron revisiones de acuerdos previos: bilaterales (95) o multilaterales (45). También afectan a códigos de la OCDE (liberalización de movimientos de capitales, de operaciones y de invisibles o activos intangibles) y con el tratado de energía.

Gráfico 1
Ámbito institucional del capitalismo global



Fuente: Dunning, 2008 y elaboración propia.

Los organismos internacionales emiten reglas y recomendaciones (no de obligado cumplimiento) para las empresas multinacionales. Naciones Unidas ha adoptado las siguientes convenciones o declaraciones: Declaración Universal de Derechos Humanos; Convención sobre el Derecho del Niño; Código de Conducta de las Empresas Trasnacionales; Pacto Global; Declaración tripartita de la OIT sobre Principios relacionados con Empresas Multinacionales y Política Social; Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y derechos humanos (10). Asimismo, la OCEDE ha elaborado las Guías para Empresas Multinacionales; Principios de gobierno corporativo y la Convención para contrarrestar la corrupción. También cabe citar la Cámara de Comercio Internacional (ICC) con las Guías para Empresas Multinacionales y el denominado Capítulo sobe Desarrollo Sostenible. Los principios emanados de organismos internacionales pueden ser entendidos como guías morales. El seguimiento de los códigos puede evitar fracasos y pueden afectar a la reputación de la empresa. Las recomendaciones (11) de estos organismos sobre el comportamiento de las multinacionales en la economía local o doméstica en la que operan se concretan en: pago equitativo de im-

puestos; protección del medioambiente; condiciones y seguridad en el trabajo; oportunidades de formación; prohibición de sobornos y otros pagos impropios o indebidos; transferencia de tecnología; reinversión de beneficios en la economía domestica.

Para la resolución de conflictos entre EM y gobiernos se han creado instituciones de arbitraje (12), siendo las más relevantes el International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), del Banco Mundial y el Arbitration Rules of the United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL), seguidos por la Cámara de Comercio de Estocolmo y por la Cámara de Comercio Internacional. En el ámbito del Banco Mundial se sitúa MIGA (Multilateral Investment Guaranty Agency), cuya finalidad es el fomento de la IDE en países menos desarrollados mediante la prestación de garantías (seguros) contra determinados tipos de riesgos (no convertibilidad, expropiaciones, guerras y conflictos civiles e incumplimiento de contratos) y servicios de asesoramiento a gobiernos de los países miembros.

En el mundo de nuestros días existe una clara proliferación heterogénea de organizaciones no gubernamentales (no lucrativas y también de carácter comercial), que no son ni Estado ni mercado, con desigual incidencia en el quehacer de los países. La participación internacional de estas ha venido siendo creciente. Así, según datos del Banco Mundial, las organizaciones no gubernamentales (ONG) han ido incrementando progresivamente su ámbito de actuación en proyectos internacionales. En este contexto se aprecia una vocación global de muchas ONG que se agrupan en asociaciones como la International Forum on Globalization (IFG) o en el Foro Social Mundial. Estas organizaciones complementan al mercado, en algunas ocasiones lo reemplazan, proporcionan empleo, tienen propósitos filantrópicos y también constituyen grupos de presión. En la financiación de algunas de estas entidades participan determinadas empresas, ya que según anuncian cuando un cliente o consumidor compra sus productos se le destina una determinada cantidad del precio pagado. Asimismo, los objetivos de las ONG pueden ser de carácter social, político y económico manifestándose en los ámbitos de la equidad, educación, salud, protección del medio ambiente y derechos humanos (Teegen y cols., 2004). En definitiva, las ONG de carácter social proporcionan *voz* a grupos o países menos favorecidos, y tratan de mitigar o solucionar los problemas a los que se enfrentan. En este sentido, palían, en cierta medida, el déficit democrático de la economía global, aunque también se ha señalado la falta de transparencia de muchas ONG. La respuesta a este tipo de críticas las han dado grandes ONG, como Greenpace, Amnistía Internacional y Oxfam, que en junio de 2006 acordaron compartir un código de conducta. Asimismo, la evaluación de estas organizaciones no lucrativas como parte de un *capitalismo global responsable* en demanda de una normativa puede verse en Fack (2003).

Desde el punto de vista social y económico las ONG interaccionan y colaboran con las EM, habiéndose revelado como eficaces aliadas en el proceso de creación de valor, pudiendo contribuir a la reducción de costes de transacción de estas empresas (Vachani y cols. 2009). Por ello y considerando la interacción entre ONG y gobierno y entre este y la EM, se ha de establecer un marco trilateral de negociación y cooperación (Teegan y cols., 2004).

En la articulación institucional del capitalismo global (ver gráfico 1) son muy relevantes las alianzas estratégicas y los acuerdos de cooperación, tanto entre empresas como entre gobiernos, y entre unas y otros con instituciones no lucrativas (universidades, hospitales, administraciones públicas).

En el conjunto del sistema sobresalen las *heterarquías* o sistemas de distribución del poder de decisión en redes interempresas (Hedlund, 1993; Stark, 1999) o en asociaciones sectoriales de empresas trasnacionales. Así, los acuerdos internacionales entre organismos o entidades públicas que conllevan la creación de una red densa de relaciones (bases de datos comunes, intercambios de información, experiencias, diseño de cursos de acción) constituyen lo que podríamos denominar orden trasgubernamental (Slaughter, 1997) o multigubernamental.

4. A modo de conclusiones

Las grandes multinacionales explican, en gran medida, las variables relevantes de la economía real a nivel mundial, también son grandes actores de la economía

financiera. Prácticamente en su totalidad estas empresas procedían de las economías más avanzadas, hasta hace un par de décadas en que las de mayor tamaño con origen en países emergentes comparten este liderazgo. Esta concentración es la que, lógicamente, también nos informa de los datos de inversión directa en el exterior. Adicionalmente, estos datos en términos de *stock* muestran una posición neta (salida menos entradas) positiva para los países más desarrollados y negativa para los menos avanzados. Adicionalmente, también se observa la relevancia de los fondos de capital riesgo y soberanos en la inversión directa en el exterior. También las compras trasfronterizas y la relativa importancia de las empresas multinacionales de propiedad estatal. Las grandes multinacionales poseen una gran concentración de patrimonio y de riqueza y también de poder político.

El gobierno de la empresa multinacional puede entenderse desde una perspectiva global (el todo) y bajo una óptica multilateral (el correspondiente a cada una de sus filiales). Estos niveles de gobierno vendrán conformados por el rol estratégico asignado a cada filial y su articulación con el de carácter general de la EM, así como por los códigos de conducta asumidos. El entorno institucional y cultural y los modelos de capitalismo de los diferentes países contextualiza el gobierno de las diferentes unidades de la EM. Como principio, se puede considerar con cierta lógica la no violación de ninguna legislación local ni ningún acuerdo internacional del país de las filiales. Ha de procurarse que el cumplimiento de las leyes del país de origen y las de destino sea consistente; cuando existan en algún país vacíos legales procede la autorregulación de la empresa y que esta sea acorde con sus códigos éticos o de conducta y con lo estipulado por los organismos internacionales. Los organismos internacionales emiten reglas y recomendaciones (no de obligado cumplimiento) para las empresas multinacionales. En el ámbito institucional del capitalismo global resulta necesaria la cooperación internacional en temas tales como corrupción, defensa de la competencia, impuestos y gobierno del ciberespacio y de los mercados electrónicos.

Las flujos monetarios de las empresas internacionales (multinacionales y netamente exportadoras) se canalizan, a través de diferentes circuitos, que interrelacionan las unidades de negocio y las filiales de los centros *offshore*. Con estos flujos se remunera a los accionistas (especialmente los de control o referencia) y a los directivos y consejeros (que también parece ven incrementada su remuneración cada periodo, sea o no de crisis), además de nutrir la reinversión de beneficios, que permite ampliar las inversiones en el exterior e incrementar el valor de la empresa (ganancias de capital) y consecuentemente una mayor concentración de riqueza de sus propietarios.

El poder de las grandes empresas multinacionales, la persistencia de la pobreza y de las desigualdades sociales, el aumento de la distancia entre los más ricos y los menos desfavorecidos, el cambio climático y deterioro del medio ambiente, han venido explicitándose en demandas sociales en las que la empresa en general y las multinacionales en particular pueden contribuir a su solución (Lodge y Wilson, 2006). También a una mejor y más equitativa gobernanza de la economía mundial.

NOTAS

(1) Capitalización de Facebook 500.000 millones de dólares; Apple 850.000. Después de la reducción de impuestos en EEUU, Apple pagará unos 38.000 millones de dólares para repatriar beneficios acumulados en el exterior (unos 252.000 millones de dólares; 94% de su efectivo). Apple tiene abiertos expedientes tributarios en varios países. En mayo de 2017 la Comisión Europea impuso una multa de 110 millones de euros a Facebook por proporcionar información *incorrecta o engañosa.*

(2) En general la proporción de cambios menos favorables a la IDE han sido muy escasos hasta el año 2003 y siguientes, alcanzando en 2005 su mayor porcentaje, un 20% del total de cambios. La mayoría de estas modificaciones han sido debidas a la introducción de nuevos impuestos, mayores restricciones en *sectores estratégicos o críticos*. En América Latina, estas medidas se han tomado básicamente en la industria extractiva en Bolivia, Perú y Venezuela.

El derecho (las leyes) para perseguir delitos difiere en cada Estado y no existe un sistema de jurisdicción universal.

(3) Fondos *private equity* adquieren acciones de empresas (domésticas o extranjeras) con potencial de crecimiento. Los fondos (recursos financieros) provienen, en gran medida, de inversores institucionales: bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros. También pueden invertir en estos fondos: empresas no financieras, fundaciones privadas, inversores individuales. La Inversión se realiza con base a expectativas de beneficios y de ganancias de capital, poseen carteras de IDE (siendo de hecho conglomerados multinacionales). A veces promueven *start ups* en países emergentes.

(4) La EMPE venezolana PDVSA realizó IDE en refinerías en EEUU para poder abastecer al mercado norteamericano; también ha vendido petróleo a Cuba, Nicaragua, Jamaica y Haití, por razones políticas y económicas. Similares razones se pueden encontrar en actividades internacionales con o sin inversión por parte de Gazpron (en países de la antigua Unión Soviética y centro de Asia) y Kuwait Petroleum (Ramaswamy, 2013; Gustafsson, 2012).

(5) Sobre la concentración de la propiedad nos remitimos al artículo del profesor Salas publicado en este mismo número de la revista *Economistas*.

(6) Una de las noticias de los últimos años que se hizo pública indicaba que más de mil empresarios y profesionales, la mayoría alemanes, tenían cuentas en Liechtentein. Asimismo, a finales de 2006, un empleado del área de seguridad informática del Banco HSBC se apoderó de datos de 16.000 cuentas y los remitió –oficialmente sin contraprestaciones– a las autoridades francesas. Francia informó a España de que unos 3.000 españoles tenían más de 6.000 millones de euros opacos. El fisco español optó por pedir la regularización voluntaria en lugar de remitir directamente los casos a los tribunales.

(7) En España, en torno al 85% de los ingresos de Hacienda provienen del trabajo.

(8) Gobernanza: arte o manera de gobernar que se propone como objetivo el logro de un desarrollo económico, social e institucional duradero, promoviendo un sano equilibrio entre el Estado, la sociedad civil y el mercado de la economía.

(9) En países con leyes débiles donde el potencial de expropiación de derechos de los inversores es alto, el papel de la banca es importante , quien tiene poder para obligar extrajudicialmente al cumplimiento de los contratos (Rajan y Zingales, 2003).

(10) Principios de proteger (obligación de los Estados), respetar, responsabilidad de las empresas y remediar (reparación a las víctimas). (Ruggie, 2013).

(11) Las EM no podrán seguir reglas estrictas de conducta sin la existencia de una agencia internacional que emita normas de obligado cumplimiento.

(12) A finales de 2008 se habían sometido a arbitraje a 77 gobiernos (47 de países menos desarrollados, 17 de países avanzados y 13 de economías en transición). El 92% de las demandas (317) se iniciaron por inversores de PA; 20 casos por inversores de PMD y 9 casos por inversores de economías en transición. El mayor número de demandas ha sido para Argentina (48), seguido de México (18), República Checa (15) y Ecuador (14).

BIBLIOGRAFÍA

Brickley, J. A.; Smith, Jr., C. W. y Zimmerman, J. L. (2002), «Business ethics and organizational architecture», *Journal of Banking and Finance*, 26(9), págs. 1821-1835.

Buckley, P. J.; Clegg, J.; Cross, A.; Liu, X. y Voss, H. (2007), «The determinants of Chinese outward FDI», *Journal of International Business Studies*, 38b (4), págs. 621-638.

Cuervo-Cazurra, A. (2008), «The Effectiveness of Laws against Bribery Abroad», *Journal of International Business Studies*, 39 (6), págs. 957-979.

Cuervo-Carrunza, A.; Inkpen, A.; Musacchio, A. y Ramaswamy, K. (2014), «Governments as owners : State-owned multinationals companies», *Journal of International Business Studies*, 45, núm. 8, (oct/nov 2014), págs. 919-942.

Doh, J. P. y Guay, T. R. (2004), «Globalization and corporate social responsibility: how non-governmental organizations influence labor and environmental codes of conduct», *Management International Review*, 44, (special issue 2), págs. 7-29.

Dunning, J. H. (2001), *Global Capitalism at Bay. Londrés: Rouledge*, Dunning, J. H. (2003) (ed.), Making Globalization Good, Oxford, Oxford University Press.

Dunning, J. H. y Lundan, S. M. (2008), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Second Edition, Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido.

Durán, J. J. y Bajo, N. (2012), «Institutions as determinant factors of corporate responsibility strategies of multinational firms», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.

Durán Herrera, J. J. (2018), «Irresponsabilidad en la empresa y pasivos intangibles», *Economistas*, núm. 156/57, marzo, págs,174-179.

Falk, R. (2003), *On the political relevance of global civil society*, en Dunning J. H. (ed.), págs. 280-300.

Fang, L. H. (2005), «Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services», *Journal of Finance*, 60 (6), págs. 2729-2761.

Gjolberg, M. (2009), «¿Cuantificando lo incuantificable?, Creación de un índice de prácticas de RSE y rendimiento de la RSE en veinte países», R*evista de Responsabilidad Social de la Empresa*, núm. 2, págs. 15-49.

Knutsen, C. H.; Rygh, A. y Hveem, (2011), «Does State ownership matter?», Institutions´effect on foreign direct investment revisited, *Business & politics*, 13 (1).

Li, M. H.; Cui, L.; Lu, J. (2014), «Varieties in state capitalism: Outward FDI strategies of central and local state-owned enterprises from emerging economy countries», *Journal of international Business Studies,* núm. 8 (oct/nov), págs. 980-1004.

Hedlund, G. y Rolander, D. (1990), *Action in heterarchies: New approaches to managing the multinational corporation,* en C. Barlett, Y. Doz y G. Hedlund (eds.), Managing the global firm, Routledge, Londres.

Hinterhuber, H.; Matzler, K.; Pechlaner, H. y Remzl, B. (2004), «Corporate Governance in multinational companies», en Chen, J., *International Institutions and Multinational Enterprises*, Global Players-Global Markets, Edward Elgar, Cheltenham.

Lodge, G. y Wilson, C. (2006), *A Corporate Solution to Global Poverty : How Multinationals Can Help the Poor and Invigorate Their Own Legitimacy*, Princeton University Press. Priceton, NJ.

OECD (2008), State owned enterprises in Russia. OECD Roundtable on Corporate Governance of SOEs. http://oecd.org/daf/ca/corportegovernanceprinciples/42576825.pdf.

OECD (2015), Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. OECD Publishing, París, http://dx.doi.org/10.1787/9789264244160-en.

Pfarrer, M. D.; Pollock, T. G. y Rindova, V. P. (2010), «A tale of two assets: The effects from reputation and celebrity on earnings and investors reactions», *Academy of Management Journal*, 53 (5), págs. 1131-1152.

Riera, M. y Iborra, M. (2017), «Corporate social irresponsibility: review and conceptual boundaries», *European Journal of Management and Business Economics*, 26 (2) págs. 146-162.

Ruggie, J. G. (2013), *Just Business. Multinational Corporations and Human Rights*, W. W. Norton & Company, Inc. Nueva York.

Teegen H.; Doh, J. P. y Vachani, S. (2004). «The importance of nongovernmental organizations (NGOS) in global governance and value creation an international business research agenda», *Journal of International Business Studies*, 35, págs. 463-483.

Slaugther, A. M. (1997), «The Real New World Order», *Foreign Affairs* (septiembre-octubre), págs. 183-197.

UNCTAD (2006, 2016, 2017), *World Investment Report*, Nueva York.

Sauvant, K. P.; Sachs, L. y Schmit Jongbloed, W. P. F. (eds.), *Sovereing Investment: Concerns and Policy reactions*. Nueva York. Oxford University Press.

Vachani, S.; Doh, J. P. y Teegen, H. (2009), «NGOs' influence on MNEs' social development strategies in varying institutional context: A transaction cost perspective», *International Business Review*, 18 (5), págs. 446-456.

Wei, G. S. (2000), «How taxing is corruption on international investors?», *Review of Economics and Statistics*, 82 (1), págs. 1-11.

World Bank, (2018), *Worldwide Governance Indicators* (WGI).

Del consejo de administración a los códigos de buen gobierno: un paseo por la literatura académica (*)

Pablo de Andrés
Universidad Autónoma de Madrid y ECGI

Marcos Santamaría Mariscal
Universidad de Burgos

RESUMEN

La búsqueda del consejo de administración óptimo ha centrado gran parte de la investigación académica sobre gobierno corporativo de las últimas cuatro décadas. La necesidad de dar respuesta a cuestiones sobre su diseño y funcionamiento, planteadas tanto por el regulador como desde el ámbito empresarial, ha marcado el ritmo de un viaje que comenzó con el estudio de los aspectos cuantitativos del consejo (número de miembros o proporción de consejeros independientes) y que se encuentra actualmente ahondando en los aspectos cognitivos del mismo (conocimientos, personalidad, experiencia o diversidad del consejo). En este marco, el objetivo del presente artículo es tratar de confrontar la investigación académica más reciente sobre el consejo de administración con las recomendaciones recogidas en los códigos de buen gobierno de siete países desarrollados (EEUU, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, Italia y España). Atendiendo al análisis realizado consideramos que, en general, no existe una profunda brecha entre la *Academia* y los códigos de buenas prácticas, si bien las recomendaciones de estos últimos se encuentran más enfocadas a la labor supervisora del consejo (más tradicional y basada fundamentalmente en características como el grado de independencia o la dualidad CEO/Presidente) que a la labor asesora (que actualmente centra la atención de la investigación en aspectos cognitivos del consejo).

PALABRAS CLAVE

Consejo de administración, Códigos de buen gobierno, *Behavioral theory*, Diversidad, Conocimiento, Experiencia.

1. Introducción

El estudio del gobierno corporativo surge *espontáneamente* –a la manera de Hayek (1985)– como respuesta a los numerosos casos de comportamiento oportunista/desleal de los gestores de empresa. Los escándalos financieros en Reino Unido de compañías como el grupo de comunicación Maxwell (1) o el Bank of Credit and Commerce International (BCCI) (2) crearon las condiciones necesarias para abordar, desde un punto de vista práctico, la mejora del gobierno de las empresas. El primer fruto relevante de esta corriente espontánea llegó en diciembre de 1992 con la publicación del *Report of the Committee on the Financial aspects of Corporate Governance*, comúnmente denominado *Informe Cadbury*, cuyas recomendaciones –sintetizadas en dos folios bajo la denominación de *The code of best practices*– sirvieron de base para la elaboración de posteriores códigos de buen gobierno en otros países.

El informe, entre otras aportaciones, apuntaba dos ideas precursoras que, en nuestra opinión, se han demostrado claves en la evolución del estudio del gobierno corporativo. Así, el informe en su apartado 2.5 definía (3) *el gobierno corporativo como el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas*. Esto es, el gobierno corporativo tiene como finalidad estudiar no solo cómo controlar/disciplinar, sino también cómo dirigir/asesorar al equipo directivo. Asimis-

(*) Los autores compartimos una visión del gobierno corporativo que es acreedora de las enseñanzas y dedicación de nuestro maestro, Valentín Azofra, cuya pérdida sentimos profundamente y al cual queremos rendir homenaje en este artículo.

mo, el informe continuaba apuntando que *los consejos de administración son responsables del gobierno de sus compañías*. Transcurridas ya casi tres décadas desde el informe, tanto las recomendaciones de los actuales códigos de buen gobierno como la investigación académica reciente sobre gobierno corporativo centran mayoritariamente su atención en el papel del consejo de administración como mecanismo de gobierno esencial de control y asesoramiento de la empresa.

Atendiendo al presente estudio, el 75% de las recomendaciones incluidas en los recientes códigos de buen gobierno publicados por EEUU, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, Italia y España se centran en el consejo de administración (composición, responsabilidades de los consejeros, configuración en comités). Asimismo, el estudio del consejo de administración por parte de la literatura académica también se ha acrecentado. Atendiendo al estudio de Adams (2017), mientras en 1990 solo el 2% de los artículos publicados en las tres revistas académicas más relevantes en finanzas (4) tenían como *topic* el consejo de administración, en 2014 este porcentaje se situó en el 8%. Una cifra que, sin duda, sería mayor si se incluyeran revistas relevantes del campo del *business/management* en las que el consejo de administración constituye también un tema de interés.

En este contexto, el objetivo del presente artículo es, precisamente, confrontar las recomendaciones sobre el consejo de administración recogidas en los últimos códigos de buen gobierno con la literatura y las teorías académicas más recientes sobre este órgano de gobierno. Nuestro análisis desvela que, en general, la brecha existente entre la *Academia* y los códigos de buenas prácticas no es profunda. Los códigos consultados (correspondientes a EEUU, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, Italia y España) recogen en líneas generales los avances más recientes de la investigación sobre el consejo de administración. En concreto, la diversidad del consejo –que centra la atención actual de la investigación académica– es recogida en seis de los siete códigos analizados (con el código italiano como excepción). No obstante, y en línea con los resultados obtenidos por otros trabajos (Cuomo y cols., 2016), a pesar de que los códigos utilizan un enfoque multiteórico, gran parte de las recomendaciones están orientadas a la labor supervisora del consejo de acuerdo con los planteamientos de la teoría de la agencia. Así, cuestiones como el grado de independencia del consejo o la dualidad CEO/Presidente centran muchas de las recomendaciones sobre el consejo. Por su parte, cuestiones más relacionadas con su labor asesora, como, por ejemplo, la acumulación de conocimientos, la experiencia o la diversidad del consejo, son tratadas con menor grado de concreción.

Con estos planteamientos, encaminaremos nuestro trabajo, en primer lugar, hacia el estado del arte del consejo de administración, abordando las principales teorías que dan soporte a los estudios empíricos que analizan las distintas características del consejo, las cuales revisaremos en nuestro segundo epígrafe. Continuaremos el recorrido revisando en los códigos de buen gobierno las principales recomendaciones sobre el consejo de administración y comentando su relación con la literatura académica. Y finalizaremos nuestro paseo con algunas reflexiones sobre el futuro de la investigación del consejo de administración.

2. Un *mix* de teorías para tratar de completar el puzle del consejo de administración

La búsqueda del consejo de administración óptimo ha estado acompañada en su camino por distintas teorías de empresa entre las que podemos destacar, por su relevancia, la teoría de la agencia, la teoría de recursos y capacidades, las teorías cognitivas y, más recientemente, la teoría del comportamiento (*behavioral theory*). Esta diversidad de teorías en el estudio del consejo no es sorprendente y atiende, desde nuestro punto de vista, a dos razones. En primer lugar, a que cada teoría de empresa concibe el gobierno corporativo de manera diferente (enfoque disciplinario, de aportación de recursos o cognitivo) y, por ende, sus recomendaciones acerca de cómo debe conformarse el consejo de administración también difieren. Esto es, distintos problemas de gobierno conducen a aplicar distintas soluciones (Andrés y Santamaría, 2010). Y, en segundo lugar, y aún más importante, porque aún no hemos logrado encontrar la Teoría que por sí sola ayude a conformar el consejo de administración ideal. Como apunta Adams (2017, pág. 2), *malas noticias para aquellos que quieren*

respuestas fáciles y buenas noticias para los académicos interesados en los retos de investigación. Esta ausencia de resultados concluyentes ha conducido a que los trabajos académicos más recientes opten por utilizar un enfoque ecléctico tratando de reconciliar/aunar algunas de las teorías anteriores con el fin de abrir la *caja negra* del consejo de administración (Kaczmarek, 2017).

Nuestro breve y particular recorrido por estas teorías parte necesariamente, y le da tributo, de la teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983) que concibe al consejo de administración esencialmente como un mecanismo de control y disciplina del equipo directivo. En la moderna empresa por acciones, la separación entre la propiedad (en manos de los accionistas) y el control (ejercido por los directivos) origina costes de agencia como consecuencia de que los accionistas quieren asegurarse de que el equipo directivo persiga sus intereses. Estos costes pueden ser minimizados mediante una configuración adecuada del consejo de administración basada fundamentalmente en los parámetros de independencia (existencia de consejeros externos) y tamaño (número de consejeros). Este enfoque disciplinario se manifiesta netamente limitado si concebimos el consejo de administración como un órgano que debe asesorar (no solo controlar) a la dirección en su toma de decisiones empresariales. En este contexto, la teoría de recursos y capacidades (Pfeffer, 1972; Pfeffer y Salancik, 1978) defiende la acumulación de capital humano y social en el consejo como un elemento clave para llevar a cabo ese asesoramiento. Mientras la acumulación de capital humano conduce a configurar consejos cuyos miembros aporten la experiencia, los conocimientos y las habilidades adecuadas para ayudar a la toma de decisiones corporativas; la acumulación de capital social conduce, por su parte, a considerar el papel de las redes y los vínculos de consejeros (habitualmente englobadas en el término *networking*) como fuente de valor corporativo al permitir acceder a la empresa a nuevos recursos a través de sus conexiones con el entorno.

Sin embargo, la mera acumulación de estos recursos en el consejo no garantiza un funcionamiento óptimo del mismo. En primer lugar, es importante que estos recursos y capacidades se apliquen, esto es, tengan un carácter proactivo –v.g., un consejo puede tener varios consejeros expertos en finanzas y sus conocimientos no ser de utilidad si no acuden a las reuniones del consejo o están tan ocupados formando parte de otros consejos que no dedican tiempo suficiente a la empresa–, y en segundo lugar, es necesario abordar los conflictos (cognitivos) entre los miembros del consejo derivados, en parte, de la interacción de sus recursos y capacidades. Estos conflictos cognitivos, que Jehn (1995, pág. 258) define como *desacuerdos sobre el contenido de las tareas que se están desarrollando, incluyendo diferencias en los puntos de vista, las ideas y las opiniones*, pueden ser fuente de creación/destrucción de valor (Nemeth y Staw, 1989; Forbes y Milliken, 1999). De ahí que la literatura académica haya abordado el estudio de la diversidad del consejo de administración no solo en sus características más visibles (de edad, género o nacionalidad) sino también en sus características menos observables (diversidad de conocimientos y experiencias, pero también de personalidades, creencias o valores). Es precisamente en este segundo análisis, e íntimamente vinculado a las teorías cognitivas, donde la *behavioral theory* (March y Simon, 1958; Cyert y March, 1963; Van Ees y cols., 2009; Huse y cols., 2011; Gavetti y cols., 2012; Desai, 2016) enriquece y completa el marco del análisis cognitivo. Los individuos no actúan en función de datos o informaciones objetivas, sino que interpretan/filtran esta información a través del prisma de su esquema cognitivo personal (Wirtz, 2001). Pero este esquema cognitivo se ve afectado por factores como la racionalidad limitada (esto es, limitaciones en la habilidad para procesar información y resolver problemas complejos, lo que conduce a la existencia de sesgos cognitivos) (5), la búsqueda de soluciones satisfactorias (pero no óptimas) a los problemas planteados o la existencia de rutinas aprendidas que sesga la toma de decisiones del individuo (Van Ees y cols., 2009; Huse y cols., 2011; Kaczmarek, 2017). Cómo afectan estas características a la toma de decisiones individuales y grupales de los miembros que conforman el consejo constituye el reto actual en que se encuentra embarcada la literatura académica más reciente sobre el consejo de administración.

Todas estas teorías han servido de marco conceptual para las investigaciones empíricas realizadas sobre la composición, el funcionamiento y las características del consejo de administración con el fin de encontrar

el *puzle* del consejo ideal. Para ello, los trabajos académicos han centrado su atención en un conjunto concreto de piezas que, sin ser exhaustivos, abordaremos a continuación.

3. El puzle del consejo pieza a pieza desde la literatura académica

El funcionamiento y configuración del consejo de administración constituye un reto de investigación en sí mismo. Los mecanismos involucrados en su funcionamiento son tan variados, complejos y están tan interrelacionados entre sí que, a pesar de que la literatura académica los ha tratado de estudiar de manera aislada, solo adquieren sentido cuando se analizan conjuntamente. En todo caso, siguiendo una cierta evolución temporal vinculada al desarrollo de las teorías apuntadas en el epígrafe anterior, podemos destacar los siguientes mecanismos clave en el estudio del consejo: el grado de independencia, el tamaño, la organización en comisiones, el capital humano, el capital social y la diversidad del consejo.

3.1. *El grado de independencia del consejo*

La independencia del consejo ha centrado gran parte de la investigación sobre la conformación del consejo hasta el punto de que algunos autores han calificado las últimas décadas de investigación del consejo como *la era de los consejeros independientes* (Adams, 2017). Sin embargo, los resultados obtenidos no han sido hasta el momento concluyentes. Desde un punto de vista teórico, los consejeros independientes pueden crear valor corporativo al ser más objetivos a la hora de supervisar a los directivos y proteger los intereses de los accionistas minoritarios (Fama y Jensen, 1983). Pero, por otro lado, los consejeros internos aportan un mejor conocimiento y experiencia sobre la empresa, lo que favorece la toma de decisiones y puede incidir positivamente sobre su rentabilidad (Hoskisson y cols., 1994; Bhagat y Black, 1999). Esta dicotomía teórica, tras la que subyace el enfoque disciplinario frente al asesor del consejo, se ha constatado igualmente en los estudios empíricos. Así, conviven en la literatura trabajos que contrastan una influencia positiva de los consejeros independientes (Hermalin y Weisbach, 1988; Zahra y Pearce, 1989; Baysinger y Hoskisson, 1990; Liu y cols., 2015) con otros que encuentran una influencia negativa (Agrawal y Knoeber, 1996; Yermack, 1996; Bhagat y Black, 1999; Coles y cols., 2001) o no significativa (Bhagat y Black, 2002; Andrés y cols., 2005; Volonté, 2015). Esta carencia de resultados concluyentes ha sido objeto de valoración por varios estudios recientes (Adams, 2017; Rebeiz, 2018) que lo atribuyen tanto a factores intrínsecos a la empresa (v.g., ausencia de variables observables relacionadas fundamentalmente con la *behavioral theory*) como a factores metodológicos de la investigación (v.g., problemas de endogeneidad o de utilización de medidas de resultados imperfectas). Especial atención han recibido en este aspecto las diferentes definiciones de *consejero independiente* existentes en cada país, que han supuesto un importante sesgo a la hora de realizar comparaciones internacionales (Puchniak y Kim, 2017). Esta asimetría de definiciones comenzó ya en los primeros trabajos sobre independencia con la confusión entre consejeros independientes y externos (*outsiders* en terminología anglosajona). Esta confusión se derivaba del hecho de que en los países anglosajones, en los que predominaban las estructuras dispersas de capital, apenas existían accionistas de control, con lo que tal distinción carecía de sentido. Una vez quedó constatada la importancia en los países de tradición legal civilista –fundamentalmente países de Europa continental y Latinoamérica–, de estructuras de propiedad concentrada con la presencia de grandes accionistas de control (La Porta y cols., 1999), la distinción entre ambos tipos de consejeros se hizo indispensable (los accionistas con participaciones de control son consejeros externos pero no son consejeros independientes). En España, este debate es aún más interesante al reconocer la legislación (Ley de Sociedades de Capital artículo 529 duodecies) la existencia de hasta cuatro tipos diferentes de consejeros (ejecutivos o internos, dominicales, independientes y otros externos). En este sentido, el trabajo de Crespí-Cladera y Pascual-Fuster (2014), para una muestra de empresas cotizadas españolas durante el periodo 2004-2009, encuentra que mientras las empresas calificaban en sus memorias como independientes al 32,5% de los miembros del consejo, sin embargo, tan solo el 14,2% de los consejeros podía clasificarse estrictamente como tales.

Otra de las características importantes vinculadas al grado de independencia del consejo es la denominada *dualidad* de los cargos del principal directivo (CEO) y presidente del consejo. Si bien la investigación más clásica basada en el enfoque disciplinario defendía la separación de ambos cargos –la asunción por parte de una misma persona de los papeles de supervisor (Presidente) y supervisado (CEO) no parece que sea el mejor modo de asegurar un control eficiente– (Jensen, 1993); investigaciones más recientes tienen en cuenta otros factores relevantes para apoyar la dualidad, como por ejemplo, el mayor conocimiento e información sobre la empresa, la reducción de tiempos en la toma de decisiones relevantes o el control y establecimiento de las cuestiones a debatir en las reuniones del consejo (Adams, 2017). Para complicar aún más este debate, los estudios muestran (Adams y Kirchmaier, 2015) la existencia de diferencias importantes por países (¿por causas culturales, institucionales, legales?) con algunos países (v.g., Finlandia, Noruega, Dinamarca) en los que apenas existe la dualidad y otros en los que la dualidad es mayoritaria (v.g., Francia, España, Alemania, EEUU). No es sorprendente, por tanto, que no exista evidencia empírica concluyente del efecto de la dualidad sobre la eficiencia del consejo.

En definitiva, a pesar de décadas de investigaciones, el debate sobre el grado de independencia del consejo no está ni mucho menos cerrado y requiere ser completado con el estudio del resto de piezas del *puzle*.

3.2. *El tamaño del consejo*

El tamaño del consejo de administración y su influencia sobre el valor de la empresa ha sido objeto de intenso análisis en los trabajos de gobierno corporativo. La discusión en torno al número óptimo de miembros que debe tener un consejo de administración ha generado, al igual que con el resto de características expuestas anteriormente, argumentos a favor y en contra. Un consejo con un elevado número de miembros incrementa los recursos y capacidades del mismo (mayor conocimiento e información) lo que mejora la toma de decisiones. Por otro lado, la toma de decisiones en la que se encuentran involucradas un número elevado de personas presenta problemas de coordinación y comunicación, de existencia de *free-riders* y de heterogeneidad de esquemas mentales. Además, un número relativamente pequeño de consejeros favorece una mayor participación y debate entre sus miembros y dificulta su manipulación por parte del CEO, lo que puede incidir positivamente sobre su capacidad disciplinaria (Mintzberg, 1983; Jensen, 1993). La evidencia empírica es, de nuevo, mixta y aboga en general porque cada empresa escoja el tamaño de su consejo de administración atendiendo a sus necesidades de asesoramiento y a los costes asociados a la toma de decisiones en grandes grupos (Coles y cols., 2008; Adams, 2017). Con todo, hay una cierta unanimidad en los trabajos acerca de que los consejos de administración estaban sobredimensionados, adoptando una visión más de pertenencia al club que de responsabilidad fiduciaria con los accionistas. La disminución sustancial del número medio de consejeros en los últimos años es coherente con tal percepción.

3.3. *La organización del trabajo del consejo en comisiones*

En los últimos años los consejos de administración agrupan a parte de sus miembros en comisiones con el fin de realizar una función específica, ya sea de supervisión o de asesoramiento. Las comisiones tienen la virtud de reducir los problemas de coordinación y comunicación, así como mejorar la calidad de la tarea supervisora del consejo (6). Los beneficios de implementar comisiones del consejo han sido ampliamente documentados en la literatura. Varios autores (Anderson y cols., 2004; Carcello y cols., 2011; Hadani y cols., 2011) destacan que las comisiones tienen un papel supervisor efectivo. También ha sido documentado el impacto que la comisión de nombramientos y remuneraciones tiene sobre la composición del consejo y la remuneración directiva (Kuo y Yu, 2014). Desde el ámbito contable se ha estudiado extensamente la efectividad de la comisión de auditoría y su impacto sobre la dirección de beneficios, el *free cash flow* o la previsión de beneficios (Karamanou y Vafeas, 2005; Vafeas, 2005; Benjamin y Karrahemi, 2013). Con respecto a la composición de las comisiones, Faleye y cols. (2011 y 2013) muestran que la calidad de la supervisión, e incluso del asesoramiento, aumenta con la participación de consejeros independientes.

Pero también hay costes asociados al uso de comisiones, costes de tipo administrativo, así como costes de esfuerzo y tiempo dedicados a la comisión. Además, el excesivo uso de comisiones puede tener el efecto de incrementar la asimetría de información entre los consejeros que están en el comité y los que no, propiciando que algunos consejeros se centren más en sus funciones en la comisión que en el consejo (Reeb y Upadhyay, 2010). En un contexto de creación de valor, las empresas tienen que ponderar los costes y beneficios de las comisiones y crear solo aquellas que puedan aportar valor. Así visto, el número óptimo de comisiones será aquel que surja de comparar sus ventajas e inconvenientes (Zajac y Westphal, 1994). Este equilibrio debería ser el resultado de combinar tres cuestiones principales. En primer lugar, dado que las comisiones pueden reducir los problemas de coordinación en el consejo (Reeb y Upadhyay, 2010; Upadhyay y cols., 2014) y que estos problemas son más prevalentes en consejos con muchos directores (problemas de coordinación) y externos (problemas de tiempo y agenda), deberían existir más comisiones en consejos más grandes e independientes. Segundo, debería tenerse en cuenta la capacidad de las comisiones para transmitir información, generar confianza y establecer relaciones informales entre consejeros, especialmente en aquellos consejos donde la información asimétrica está más presente, el negocio es más complejo o la presencia de la propiedad más tenue (Adams y Ferreira, 2007). Y, en tercer lugar, debería tenerse en cuenta la existencia o ausencia de otros mecanismos de gobierno alternativo que mitigasen los problemas de coordinación, supervisión y asesoramiento anteriormente comentados. Dado que la creación de comisiones tiene un coste y sus funciones pueden ser a veces alcanzadas por otros mecanismos de gobierno, no tendría sentido en algunos casos la creación de comisiones.

En la práctica, parece que los beneficios de crear comisiones superan a los costes y eso ha quedado reflejado en la creación de diferentes tipos de comisiones en los últimos años. Es verdad que esto puede ser debido al ímpetu del regulador propiciando la creación de comisiones de auditoría (obligatoria en muchas circunscripciones), nombramientos y retribuciones. Pero también se han creado otras por la voluntad de las empresas de realizar algunas funciones de una forma más específica y directa como las de estrategia, riesgo, gobierno, etc. (Andrés y cols., 2017). La interacción de estas voluntades con los mecanismos adicionales de gobierno en las empresas es lo que debería presidir la creación y utilización racional de comisiones en los consejos, más que motivos espurios como sistemas retributivos adicionales de los consejeros o canales alternativos de distribución del poder.

3.4. *El capital humano del consejo*

Desde hace una década aproximadamente, los estudios sobre el consejo de administración han centrado su atención en los aspectos más cualitativos de los consejeros. En este sentido, la investigación ha abordado, tanto cualidades formativas (conocimientos y experiencia), como rasgos personales (inteligencia, personalidad o ideología) de los consejeros. Desde luego, la idea subyacente es que los consejeros no pueden ejercer de manera efectiva su trabajo de control y asesoramiento si carecen de la formación y experiencia suficientes.

Respecto a las cualidades formativas –abordadas especialmente por la teoría de recursos y capacidades–, los resultados muestran, con algunas excepciones, los efectos beneficiosos de que los consejeros posean experiencia previa en el sector (Papakonstantinou, 2008; Dass y cols., 2013; Faleye y cols., 2013; Drobetz y cols., 2015; Meyerinck y cols., 2016). Este resultado es especialmente robusto para los consejos de administración de las entidades financieras (Hau y Thum, 2009; Cuñat y Garicano, 2010; García-Cestona y Sagarra, 2014). Respecto a los conocimientos específicos, los estudios han centrado la atención en los conocimientos financieros de los consejeros (Güner y cols., 2008; Minton y cols., 2014) así como en la contratación de consejeros académicos (White y cols., 2014; Francis y cols., 2015). Los resultados muestran un mayor efecto sobre el valor corporativo de expertos con conocimientos en ciencias, medicina o ingeniería, especialmente en aquellas empresas en las que estos son más necesarios (con inversiones intensivas en I+D).

Respecto a los conocimientos menos observables de los consejeros, la literatura académica empírica, muy vinculada a las teorías cognitivas, es incipiente. Las

principales dificultades para el avance de estos estudios se encuentran no tanto en el bagaje teórico –los estudios cognitivos sobre CEO son muy numerosos– sino especialmente en la parte operativa, esto es, en la obtención de información primaria de los consejeros (v.g., dificultades a la hora de conseguir que los consejeros de una muestra suficientemente amplia de empresas acepte responder a pruebas y cuestionarios de carácter cognitivo). De ahí que muchos estudios opten por trabajar con información secundaria. Uno de estos campos de investigación abordados con información secundaria es la ideología política de los consejeros. En este sentido, la investigación (Jost y cols., 2003; Carney y cols., 2006) parece testar que las personas de ideología conservadora tienden a ser menos arriesgadas y a defender en mayor medida el individualismo y el *status quo* existente. Por su parte, las personas de ideología progresista suelen ser más arriesgadas, valoran en gran medida la lucha contra la desigualdad social y son más abiertas a los cambios. En el ámbito del consejo de administración, la evidencia es muy escasa –en comparación, por ejemplo, con los estudios sobre ideología del CEO–. Gupta y Wowac (2017) encuentran para una muestra de empresas estadounidenses que los consejos con mayoría ideológica conservadora (aproximada a través del listado público de donaciones a partidos políticos que realiza cada consejero) pagan salarios más altos a sus CEO, lo que finalmente repercute sobre una mayor rentabilidad de la empresa. En España, Andrés y cols. (2018) encuentran que una mayor presencia de consejeros de ideología progresista en las cajas de ahorro españolas (medida a través de la afiliación política de cada consejero) conduce a una mayor concesión de préstamos y dotación de recursos a proyectos sociales.

Finalmente, asociadas a las teorías cognitivas algunos estudios recientes han analizado, desde un enfoque positivista, qué rasgos personales caracterizan a los consejeros de las grandes empresas. Adams (2017) utiliza la información recogida en los test cognitivos realizados a un millón y medio de hombres de 18 años de Suecia en el momento de comenzar su servicio militar obligatorio y la coteja con los datos sobre la profesión finalmente ejercida por cada uno de esos hombres. Su análisis muestra que los consejeros pertenecientes a las empresas cotizadas de Suecia contaban ya a los 18 años con habilidades cognitivas superiores a las de la población media. En concreto, utilizando una escala estándar de nueve puntos (comúnmente denominada *stanine scala*), encuentra que mientras solo el 12% de la población alcanza las mayores puntuaciones cognitivas (bien el 8, bien el 9), entre los consejeros de empresa este porcentaje se sitúa en el 41% –y en los CEO un 38%–. Asimismo, utilizando los indicadores sobre personalidad de Schwartz (1992), encuentra que los consejeros destacan especialmente en valores asociados con la búsqueda de los logros (*achievement*), la habilidad para dirigir a otros (*power*), su grado de autonomía en la toma de decisiones (*self-direction*) o su carácter alejado de la tradición (*tradition*).

En definitiva, las características cognitivas de los consejeros –en las que la *behavioral theory* tiene mucho que decir– es un campo apenas explorado, de gran relevancia, que puede ayudarnos en un futuro próximo a entender mejor el comportamiento y las preferencias de los consejeros de empresa.

3.5. *El capital social del consejo*

El capital del consejo hace referencia no solo al capital humano, sino también al social. Así, mientras el capital humano incluye, como acabamos de describir, los conocimientos y capacidades de los consejeros, el capital social atañe a las conexiones que esos consejeros tienen con los partícipes de dentro y fuera de la empresa (Hillman y Dalziel, 2003). Entre esas conexiones, las más analizadas han sido las que se producen entre consejeros.

Durante décadas, muchos investigadores han utilizado argumentos de agencia y de dependencia de recursos para explicar el efecto que estas redes tienen sobre los resultados de las empresas. Por un lado, el enfoque de dependencia de recursos considera que estas conexiones son fuente de recursos, reputación y prestigio que reducen la dependencia de la empresa de los recursos del entorno y, por ende, su incertidumbre. Esta hipótesis ha sido soportada empíricamente en numerosas ocasiones (Certo, 2003; Stuart y Yim, 2010; Hillman y cols., 2011; Field y cols., 2013; Larcker y cols., 2013; Li y cols., 2013; Omer y cols., 2014). Por otro lado, la teoría de la agencia advierte sobre los peligros que surgen de la posibilidad de que los consejeros conectados

(*interlocked directors*) acaben excesivamente ocupados y no puedan desarrollar su papel de forma efectiva, así como de la posible aparición de conflictos de interés entre las compañías que supervisan o asesoran. También este efecto, contrario al anterior, ha sido contrastado por múltiples autores (Fich y Shivdasani, 2006; Andrés y cols., 2013). A medio camino se encuentran los trabajos que defienden la combinación de ambos efectos a través de una relación no lineal en la que el efecto positivo de las redes predomina hasta un punto en el que su influencia se torna negativa (Hashim y Rahman, 2011; López Iturriaga y Morrós Rodríguez, 2014; Pérez-Calero Sánchez y Barroso-Castro, 2015).

En busca de respuestas más consistentes, algunos autores proponen integrar los argumentos de ambas teorías en un contexto teórico unificado (Kor y Sundaramurthy, 2009; Zona y cols., 2018). Bajo esa perspectiva, no solo es importante que el consejo acumule conocimientos y experiencia sino que estos pueden realmente aplicarse (Conger y cols., 1998), es decir, que los consejeros conectados no lleguen a estar tan ocupados como para carecer de energía o tiempo para utilizar esos recursos derivados de las redes. La literatura define un consejero como ocupado (*busy director)* cuando este se sienta en tres o más consejos a la vez (Ferris y cols., 2003; Fich y Shivdasani, 2006; Field y cols., 2013). En los casos de *sobreocupación*, el consejero puede acabar reduciendo la frecuencia con la que acude a las reuniones del consejo. En general, los estudios ponen de manifiesto que la falta de dedicación de los consejeros está relacionada con un menor valor de la empresa (Masulis y Zhang, 2017).

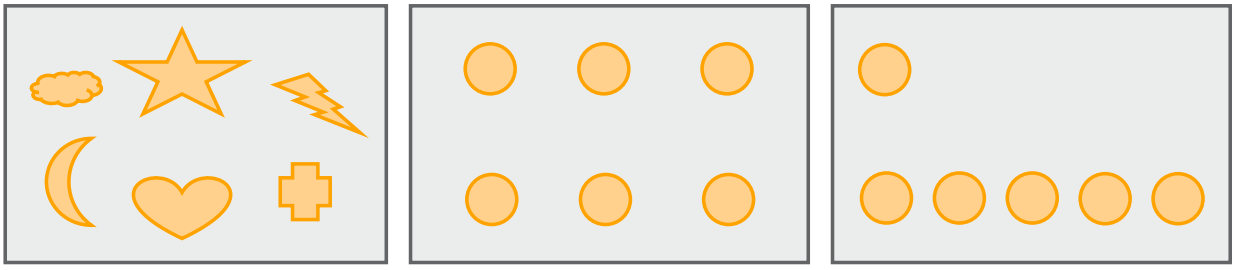
3.6. *La diversidad del consejo*

Tal y como señalamos al comienzo de este epígrafe, las teorías cognitivas y, más recientemente, la *behavioral theory*, han destacado la importancia de ir más allá de la mera aportación de recursos del consejo y analizar la heterogeneidad del mismo (Charreaux, 2002). La diversidad en un grupo favorece la creatividad y estimula la propuesta de soluciones imaginativas, lo que beneficia la consecución de objetivos del consejo (Bantel y Jackson, 1989). No obstante, la diversidad también puede generar costes si los miembros del consejo se agrupan entre sí en diferentes *subgrupo*s en función de atributos comunes (v.g., edad, creencias, valores). Este proceso puede degenerar en falta de cooperación, de intercambio de información o incluso de ruptura de comunicación entre estos *subgrupos,* lo que afectaría negativamente a la labor del consejo (Lau y Murninghan, 1998). En este sentido, es especialmente interesante el reciente trabajo de Kaczmarek (2017), que reflexiona bajo el paraguas de la *behavioral theory* sobre tres arquetipos de diversidad propuestos por Harrison y Klein (2007): la diversidad del consejo como variedad (V), como separación (S) y como disparidad (D). Mientras la diversidad como variedad (basada en la heterogeneidad de experiencias, creencias o valores de los miembros del consejo) ayuda a enriquecer el proceso de toma de decisiones del consejo en sus funciones supervisora, asesora y de provisión de recursos; la diversidad como separación (la existencia de subgrupos de individuos enfrentados dentro del consejo por creencias, valores, etc.) y la diversidad como disparidad (la existencia de diferencias entre los consejeros respecto a remuneración, poder o estatus que tendría como caso extremo la situación en la que un solo consejero es compensado/privilegiado por encima del resto de consejeros) minora la capacidad del consejo para ejercer sus funciones (ver gráfico 1). La cuestión clave es lograr que un consejo consiga la diversidad (V) y evite la diversidad (S) y la disparidad (D), lo que conduce a analizar exhaustivamente las características personales y los rasgos cognitivos de cada consejero con el fin de anticipar cómo interactuará con los restantes consejeros.

Desde el punto de vista empírico, los estudios sobre diversidad del consejo, aunque crecientes, son aún escasos. La diversidad cognitiva derivada de aspectos visibles (como el género, la edad o la nacionalidad) ha centrado la mayoría de los trabajos.

La diversidad de género ha generado en los últimos años un gran volumen de estudios empíricos, tanto profesionales (Catalyst, 2007; McKinsey, 2007) como académicos (Carter y cols., 2003; Adams y Ferreira, 2009; Post y Byron, 2015; Adams, 2016; Abdullah y cols., 2016; Gabaldón y cols., 2016). En general, los resultados de estos estudios contrastan la influencia favorable de las mujeres en el consejo, si bien, como certeramente apunta Adams (2016), su mera presen-

Gráfico 1
Tipos de diversidad



Fuente: Kaczmarek (2017).

cia en el consejo no garantiza una mayor rentabilidad para la empresa. Factores como su mayor (Faccio y cols., 2016) o menor (Adams y Funk, 2012) grado de aversión a la toma de riesgos, el estilo de liderazgo (Matsa y Miller, 2013) o el nivel de formación, edad y experiencia que aportan al consejo (Ahern y Dittmar, 2012) son variables clave que *per se* alteran el efecto de la variable género afectando a la toma de decisiones del consejo, incrementando o reduciendo la *performance* de la empresa. En este contexto, el reto consiste en tratar de aislar con mejores datos, técnicas econométricas y experimentos naturales el verdadero efecto de la diversidad de género sobre la rentabilidad del consejo (Ferreira, 2015; Adams, 2016).

Respecto a la diversidad de nacionalidades en el consejo, si bien los estudios parecen apuntar a una influencia positiva sobre los resultados de la empresa (Estelyi y Nisar, 2016; Naeveen y cols., 2013; Carter y cols., 2003), otros estudios contrastan este efecto solo para consejeros que proceden de países con una fuerte protección de derechos de los inversores (Miletkov y cols., 2017). Mayor consenso parece encontrar la hipótesis de diversidad de edades entre los consejeros, mostrando los escasos estudios un efecto positivo sobre el valor corporativo (Kim y Lim, 2010; Mahadeo y cols., 2012; Ararat y cols., 2015).

Respecto a las características menos visibles de la diversidad, como la cultura, los conocimientos o la experiencia de los miembros del consejo, los estudios son muy escasos y adolecen en general de resultados concluyentes. A este respecto, la evidencia empírica más reciente parece mostrar los efectos beneficiosos de la diversidad de conocimientos y experiencias del consejo (Anderson y cols., 2011; Torchia y cols., 2015; Gompers y cols., 2016) en línea con la idea de una mayor capacidad para resolver problemas complejos. No obstante, también se contrastan efectos negativos (Adams y cols., 2017) de esta diversidad como consecuencia de la dificultad de encontrar pautas comunes que ayuden a los miembros del consejo a ponerse de acuerdo en la toma de decisiones corporativas.

Esta doble cara de la diversidad se aprecia igualmente en los trabajos que abordan la diversidad cultural de los miembros del consejo. Así, Frijns y cols. (2016), para una muestra de empresas cotizadas de Reino Unido, encuentran un efecto negativo de esta diversidad sobre los resultados corporativos, si bien este efecto se ve mitigado en parte cuanto más compleja y más internacionalizada está la empresa. Especialmente interesante es el trabajo de Giannetti y Zhao (2017), que analizan la diversidad cultural de los consejeros de una muestra de empresas de EEUU investigando el país de origen de sus ancestros (a través del análisis de los apellidos de cada consejero). Los resultados de su estudio muestran que las empresas con consejos diversos culturalmente son más innovadoras (producen más patentes) pero también más impredecibles (toman decisiones más inesperadas y existe una mayor rotación de consejeros

no basada en los resultados de la empresa). En definitiva, aunque la evidencia empírica demuestra la importancia de la diversidad del consejo, en general los estudios caminan hacia un enfoque contingente, en el que cada tipo de diversidad tiene efectos beneficiosos solo para algunas empresas y para algunos tipos de consejo de administración (Bankewitz, 2017).

Este breve recorrido por el estudio de las distintas piezas del puzle del consejo parece a priori plantear más preguntas que respuestas. Nada más lejos de la realidad. Estos años de evolución en el estudio del consejo de administración han permitido acercarnos de una manera más completa (menos simplista) a la realidad del consejo. No es que ahora sepamos menos del consejo, sino que somos más conscientes de la complejidad del mismo. Esta mayor complejidad deviene, entre otros factores, por la dificultad de predecir respuestas cuando en la ecuación existen variables asociadas al comportamiento humano. Ello dificulta, anticipando ya nuestro siguiente epígrafe, la trasferencia de estos resultados académicos tanto a la práctica empresarial como a regulaciones públicas (7).

4. El consejo de administración en los códigos de buen gobierno

Los códigos de buen gobierno son, por su naturaleza, normativa no vinculante y voluntaria (en la mayoría de los países se aplica el principio de *cumplir o explicar*), sometida a constante evolución (las recomendaciones de los códigos se actualizan regularmente), emitida por múltiples agentes (asociaciones de inversores, autoridades financieras, etc.) con el objeto de evaluar y mejorar las prácticas de gobierno de distintas entidades (empresas no financieras, bancos, entidades sin ánimo de lucro, empresas públicas) (Haxhi y Aguilera, 2014). Desde la publicación del informe Cadbury en 1992, su importancia ha ido *in crescendo* tanto en su grado de cumplimiento por parte de las empresas como en su amplitud y difusión internacional. Respecto al grado de cumplimiento (Cuomo y cols., 2016), las causas de su incremento las encontramos en la presión ejercida tanto por el marco legal de cada país (especialmente en términos de transparencia informativa) como por el propio mercado (requerimientos de inversores institucionales, entidades financieras, etc.). Respecto a su grado de difusión, Adams (2017) constata la existencia de códigos de buen gobierno en 101 países, con varias actualizaciones a lo largo del tiempo en los países más desarrollados (v.g., Reino Unido es el país más activo con 13 actualizaciones de su código de buen gobierno).

Con estas pautas, y a fin de abordar en qué grado las recomendaciones de los códigos de buen gobierno recogen los avances realizados por la investigación académica sobre el consejo de administración, procedimos a analizar una muestra reciente de códigos correspondiente a siete países desarrollados (EEUU, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, Italia y España). Para ello consultamos en la sección *Codex & Principles/ Index of all codes* del *European Corporate Governance Institute* (www.ecgi.org) los códigos más recientes publicados por los países anteriormente reseñados (correspondiendo el más reciente a Francia en 2016 y el menos reciente a EEUU en 2013). Los resultados de nuestro análisis se recogen en el cuadro 1 agrupados por características del consejo.

La importancia del consejo de administración en las recomendaciones de los códigos es mayoritaria y se puede constatar puesto que estas suponen, de media, cerca del 75% del total de las recomendaciones, con un peso máximo del 97% en el código francés y un mínimo del 43% en el código estadounidense. Estas recomendaciones sobre el consejo adquieren mayor complejidad en algunos países (en Alemania y Japón como organización habitual y en Italia y Francia como opción elegible por parte de las empresas) a consecuencia de la existencia de sistemas de doble consejo (*two-tier board*), con un consejo rector y otro supervisor del anterior. En esos casos, nuestro análisis se ha centrado en el consejo supervisor.

Respecto al objetivo general que debe guiar las decisiones del consejo, los códigos son poco específicos y, a su manera, heterogéneos. Este objetivo incluye perseguir los objetivos estratégicos de la empresa (Italia), promover el interés social (España y Francia), crear valor sostenible (Alemania y Japón) o, *simplemente*, ser el responsable del éxito de la empresa (Reino Unido). Esta cuestión es importante porque distintos objetivos pueden conducir a diferentes configuraciones del consejo de administración.

Cuadro 1
Principales recomendaciones de los códigos agrupadas por características del consejo

ESPAÑA *Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas* *Febrero 2015*	ALEMANIA *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex* *Mayo 2015*	ITALIA *Codice di autodisciplina (Codice)* *Julio 2015*	FRANCIA *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* *Noviembre 2016*	REINO UNIDO *The UK Corporate Governance Code* *Abril 2016*	ESTADOS UNIDOS *Full Council for Institutional Investors Corporate Governance Policies* *Septiembre 2013*	JAPÓN *Japan's Corporate Governance Code* *Junio 2015*
NÚMERO DE RECOMENDACIONES REFERIDAS AL CONSEJO						
51 de 64 recomendaciones	45 de 63 recomendaciones	43 de 47 recomendaciones	88 de 90 recomendaciones	52 de 55 recomendaciones	28 de 65 recomendaciones	14 de 30 recomendaciones
OBJETIVO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN						
Principio 9 y recomendación 12 Responsabilidad directa sobre la administración social y la supervisión de la dirección de la sociedad, con el propósito común de promover el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa.	*Preámbulo* Sistema de doble consejo. El consejo de administración *(Management Board)* es el responsable de gestionar la empresa. El consejo supervisor *(Supervisory Board)* es el responsable de asesorar y supervisar al consejo de administración. Ambos tienen la obligación de asegurar la existencia continuada de la empresa y la creación de valor sostenible de acuerdo con los principios de economía de mercado social.	*Comentarios al Artículo 1* El consejo de administración tiene como principal responsabilidad determinar y perseguir los objetivos estratégicos de la empresa. *Recomendación 10.C.1 y 10.C.2* Se reconoce la posibilidad de establecer un sistema de doble consejo.	*Recomendación 1.1* El consejo de administración ejerce los poderes que le asigna la ley para actuar en todas las circunstancias en interés social de la empresa. *Recomendación 2.1* Se reconoce la posibilidad de establecer un sistema de doble consejo.	*Principio A.1* El consejo de administración es el responsable del éxito a largo plazo de la empresa.		*Principios 4 y 4.1* El consejo de administración debe promover el crecimiento corporativo sostenible y el aumento del valor corporativo a medio y largo plazo. Debe establecer los objetivos y la estrategia corporativa. Se reconocen tres posibles estructuras organizativas en las que el consejo de administración se puede acompañar de: un consejo Kansayaku (con funciones de auditoría), de tres comités (nominaciones, auditoría y remuneración) y de un consejo supervisor.
INDEPENDENCIA						
Recomendación 15 Amplia mayoría de consejeros dominicales (consejeros con participaciones superiores al 3% del capital) e independientes.	*Preámbulo* En empresas de más de 500 o 2.000 empleados, los empleados ocuparán un tercio o la mitad de los puestos del consejo supervisor, respectivamente.	*Recomendación 3.C.3* El número y competencias de los consejeros independientes se adecuarán al tamaño del consejo y a la actividad realizada por la empresa.	*Recomendación 8.3* La proporción de directores independientes debe alcanzar la mitad del consejo en compañías con capital disperso. En empresas con accionistas de control, la proporción de independientes debe ser de al menos un tercio.	*Recomendación B.1.2* Excepto para pequeñas empresas, al menos la mitad del consejo, sin contar el presidente, deben ser consejeros independientes. Las pequeñas empresas deben tener al menos dos consejeros independientes.	*Recomendación 2.3* Al menos 2/3 del consejo deben ser consejeros independientes. *Recomendación 7.3* Establece varios requisitos para ser considerado consejero independiente entre	*Principio 4.8* No menos de la mitad del consejo Kansayaku debe estar conformado por consejeros externos. Respecto al consejo de administración, al menos dos consejeros independientes que es posible ampliar hasta alcanzar un tercio

Cuadro 1 *(continuación)*

Principales recomendaciones de los códigos agrupadas por características del consejo

ESPAÑA	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	REINO UNIDO	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN
INDEPENDENCIA						
Recomendación 16 El porcentaje de dominicales sobre el total de no ejecutivos no sea mayor que la proporción existente entre el capital de la sociedad representado por dichos consejeros y el resto de capital. *Recomendación 17* Al menos un 50% de independientes. Si un accionista o varios actuando concertadamente controlan más del 30% del capital social, entonces al menos un 30% de independientes.	*Recomendación 5.4.2* El consejo supervisor deberá tener un adecuado número de miembros independientes. No se consideran independientes los consejeros con relaciones personales o de negocio con la empresa, ni los consejeros ejecutivos, ni los accionistas de control.	Para las empresas del FTSE-Mib al menos un tercio del consejo debe estar conformado por consejeros independientes. El número de consejeros independientes nunca debe ser inferior a dos. *Recomendación 3.C.1* Establece los requisitos para ser consejero independiente entre los que se incluye no ejercer un control dominante sobre la empresa.	*Recomendaciones 8.5 y 8.7* Establece varios requisitos para ser considerado consejero independiente entre los que se incluye no detentar más del 10% del capital de la sociedad.	*Recomendación B.1.1* Establece varios requisitos para ser considerado consejero independiente entre los que se incluye no ser accionista significativo.	los que se incluye no ser accionista significativo con más del 20% del capital de la sociedad.	del consejo en función de factores como el sector, el tamaño de la empresa, las características del negocio, la estructura de la organización u otras circunstancias de la empresa. *Principio 4.9* Los consejos establecerán los requisitos para ser consejero independiente.
DUALIDAD CEO/PRESIDENTE						
Principio 16 y Recomendación 34 No se pronuncia sobre la dualidad Presidente/CEO. Pero si hay dualidad, se debe nombrar un consejero coordinador de entre los consejeros independientes.	*Recomendación 5.2* El presidente del consejo supervisor será elegido por el propio consejo supervisor de entre sus miembros.	*Principio 2.P.4* Se debe evitar la dualidad CEO/Presidente. *Recomendación 2.C.3* Sí existe, o si el puesto de presidente recae sobre la persona que controla la empresa, entonces se debe designar un consejero principal independiente.	*Recomendación 2.2* Otorga al consejo de administración el poder de optar o no por la dualidad CEO/Presidente.	*Recomendación A.2.1* El puesto de CEO y Presidente no debería recaer en la misma persona. *Recomendación A.4.1* De entre los consejeros independientes, se debería nombrar un consejero independiente senior que sirva de intermediario entre el presidente y el resto de consejeros.	*Recomendación 2.4* El consejo debería ser presidido por un consejero independiente. El puesto de CEO y Presidente solo debería recaer en la misma persona en muy limitadas circunstancias. En estas situaciones, el consejo debería nombrar a un consejero principal independiente.	
TAMAÑO						
Recomendación 13 Entre cinco y quince miembros.					*Recomendación 2.11* No menos de cinco y no más de quince miembros.	*Principio 4.11* El consejo debe constituirse de tal manera que consiga una apropiada composición respecto a su diversidad y tamaño.

Cuadro 1 *(continuación)*

Principales recomendaciones de los códigos agrupadas por características del consejo

ESPAÑA	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	REINO UNIDO	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN
ORGANIZACIÓN EN COMITÉS						
Recomendación 37 Cuando exista comisión ejecutiva, su estructura de consejeros será similar a la del propio consejo de administración. *Recomendación 39, 48 y 47* La comisión de auditoría debe tener mayoría de consejeros independientes. Las sociedades de elevada capitalización contarán con una comisión de nombramientos y con una comisión de remuneración separadas. La mayoría de los miembros de estas dos comisiones deben ser consejeros independientes.	*Recomendación 5.3* El consejo supervisor formará comités con suficiente experiencia y conocimiento dependiendo de las especificidades de la empresa y el número de miembros del consejo. El consejo supervisor deberá nombrar: (1) un comité de auditoría con un presidente independiente; y (2) un comité de nombramientos compuesto exclusivamente por representantes de los accionistas.	*Principios 5.P.1, 6.P.3 y 7.P.4* El consejo de administración nombrará de entre sus miembros una comisión de nombramientos (compuesta por mayoría de independientes); una comisión de remuneraciones (compuesta por independientes); y una comisión de control y riesgos (compuesta por independientes). *Recomendación 4.C.1.* El número de miembros de estas comisiones será de al menos 3 salvo que el consejo de administración tenga 8 miembros o menos, en cuyo caso estarán conformadas por 2 miembros siempre que estos sean independientes.	*Recomendaciones 14, 15, 16 y 17* Se recomienda el establecimiento de tres comisiones: de auditoría, de nombramientos y de retribuciones. En la comisión de auditoría al menos dos tercios de sus miembros deben ser independientes. La comisión de nombramientos y la comisión de remuneraciones deben estar compuestas en su mayoría por consejeros independientes.	*Recomendaciones B.2.1, C.3.1 y D.2.1* El consejo debería crear comisiones de nombramientos, de auditoría y de retribuciones. La comisión de nombramientos deberá estar formada en su mayoría por consejeros independientes. Tanto la comisión de auditoría como la de remuneraciones se conformará con al menos tres miembros (o dos en el caso de empresas pequeñas), todos ellos consejeros independientes.	*Recomendación 2.5* Las empresas deberán tener comisiones de auditoría, de nombramientos y de retribuciones conformadas todas ellas por consejeros independientes.	*Principio General 4* Las empresas pueden adoptar una organización del consejo en tres comités (nominaciones, auditoría y remuneración).
EL CAPITAL HUMANO DEL CONSEJO						
Recomendación 39 Los miembros de la comisión de auditoría, en especial su presidente, deben contar con conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos. *Recomendaciones 47 y 52* Los miembros de las comisiones de nombramientos y retribuciones (recomendación 47) y de supervisión y control (recomendación 52) deben contar con los conocimientos, aptitudes y experiencia adecuados a las funciones que deben desempeñar.	*Recomendación 5.4.1* Los miembros del consejo supervisor deberán poseer el conocimiento, la habilidad y la experiencia experta para llevar a cabo sus responsabilidades. *Recomendación 5.3.1* Dependiendo de las especificidades de la empresa y el número de miembros, el consejo supervisor formará comités con suficiente experiencia y conocimiento. *Recomendación 5.3.2* El presidente del comité de auditoría debe tener conocimientos y experiencia en la aplicación de principios contables y gestión de procesos.	*Principio 2.P.1* El consejo de administración estará compuesto por consejeros ejecutivos y no ejecutivos, que deben ser competentes y profesionales. *Comentarios Artículo 2* Los accionistas evaluarán las características profesionales, la experiencia, incluidas las competencias de gestión, y el género de los candidatos, en relación con el tamaño de la empresa, la complejidad y especificidad del sector empresarial en el que opera, así como con el tamaño del consejo de administración.	*Recomendación 6.1* Los consejeros deben tener: calidad de juicio basada en su experiencia; capacidad de anticipación; y ser honestos, prudentes, activos e implicados. *Recomendación 15.1* Los miembros del comité de auditoría deben tener competencias financieras o contables.	*Principio B.1* El consejo y sus comités deben contar con el equilibrio apropiado de habilidades, experiencia, independencia y conocimiento de la empresa para cumplir con sus respectivos deberes y responsabilidades de manera efectiva. *Recomendación C.3.1* Al menos un miembro del comité de auditoría debe tener experiencia financiera reciente relevante.		*Principio 4.11* El consejo debe mantener un equilibrio apropiado de conocimiento, experiencia y habilidades. El Kansayaku debe contar con una apropiada pericia (experiencia y conocimiento) en finanzas y contabilidad.

Cuadro 1 *(continuación)*

Principales recomendaciones de los códigos agrupadas por características del consejo

ESPAÑA	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	REINO UNIDO	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN
EL CAPITAL SOCIAL DEL CONSEJO						
Principio 13 Los consejeros dedicarán el tiempo suficiente para el eficaz desarrollo de sus funciones. *Recomendación 25* El reglamento del consejo deberá establecer el número máximo de consejos de sociedades de los que pueden formar parte sus consejeros. *Recomendación 26* Al menos se reunirá ocho veces al año. *Recomendación 27* Las inasistencias de los consejeros se cuantifiquen en el informe anual de gobierno corporativo.	*Recomendación 5.4.5* Cada miembro del consejo supervisor deberá preocuparse de contar con el suficiente tiempo para realizar su labor. Los consejeros de una empresa cotizada no podrán aceptar más de tres mandatos como miembro de consejo supervisor.	*Recomendación 1.C.2* Deben dedicar el tiempo necesario para el desempeño diligente de sus deberes. El consejo determinará el número máximo de consejos de los que puede formar parte cada consejero. *Recomendación 3.C.6* Los consejeros independientes deberán reunirse al menos una vez al año sin la presencia del resto de consejeros.	*Recomendación 18.1* Debe dedicar a sus funciones el tiempo y atención necesarias. Un consejero ejecutivo no puede ejercer en más de otros dos consejos de administración de sociedades cotizadas (cuatro para el resto de consejeros). Y debe recabar la opinión del consejo antes de aceptar un nuevo puesto como consejero en otra sociedad cotizada. *Recomendación 10.3* Se recomienda una reunión al año sin la presencia de consejeros ejecutivos.	*Principio B.3* Todos los consejeros deben dedicar suficiente tiempo a la compañía como para cumplir con sus responsabilidades de manera efectiva. Un consejero ejecutivo a tiempo completo no debe asumir otro puesto de consejero no ejecutivo ni de presidente de una empresa del FTSE 100. *Recomendación A.1.1.* El consejo debe reunirse con suficiente regularidad como para cumplir con sus funciones de manera efectiva.	*Recomendación 2.8d* Consejeros que no acudan al menos al 75% de las reuniones del consejo durante dos años consecutivos no deberían ser reelegidos. *Recomendación 2.11.* Los consejeros a tiempo completo no deberían formar parte en más de dos consejos de administración. Ningún consejero debería formar parte de más de cinco consejos de empresas con fines de lucro.	*Principio 4.11* Los consejeros deben dedicar el suficiente esfuerzo y tiempo para cumplir con sus obligaciones. Se debe limitar a un número razonable el número de puestos que los consejeros pueden ocupar en otras empresas. *Principio 4.8.* Se promoverán reuniones periódicas solo con consejeros independientes.
DIVERSIDAD						
Recomendación 14 Se promoverá la diversidad de conocimientos, experiencias y género. En 2020 al menos el 30% de los miembros del consejo sean mujeres	*Recomendación 4.1.5* Cuando haya vacantes se deberá tener en cuenta la diversidad del consejo, en concreto, la promoción de mujeres. *Recomendación 5.1.2* El consejo supervisor fijará la ratio de mujeres del consejo. *Recomendación 5.4.1* El consejo supervisor deberá tener al menos un 30% de hombres y un 30% de mujeres.		*Recomendación 6.2* Cada consejo debe buscar el deseable equilibrio en su composición, particularmente en términos de diversidad (representación de mujeres y hombres, nacionalidades, experiencias, etc.).	*Preámbulo* El debate constructivo en el consejo de administración puede alentarse manteniendo suficiente diversidad. Esto incluye, pero no se limita a, género y raza. La composición diversa del consejo en estos aspectos no es en sí misma una garantía. La diversidad trata las diferencias de enfoque y experiencia, y es muy importante para garantizar un compromiso efectivo con los principales *stakeholders* así como para el establecimiento de la estrategia empresarial.	*Recomendación 2.8b* Un consejo diverso tiene beneficios que pueden mejorar el desempeño financiero corporativo, particularmente en el mercado global actual. Los estatutos del comité de nominaciones deben recoger que el consejo de administración debe ser diverso, incluyendo consideraciones tales como antecedentes, experiencia, edad, raza, género, origen étnico y cultura.	*Principio 4.11* El consejo debe constituirse de tal manera que consiga una apropiada composición respecto a su diversidad y tamaño.

Fuente: Elaboración propia.

Centrándonos ya en las distintas piezas del puzle, el grado de independencia del consejo es profusamente tratado y todos los códigos establecen umbrales mínimos de consejeros independientes, que comprenden desde un tercio (Italia) hasta un máximo de dos tercios del consejo (EEUU). Esta concreción en los umbrales contrasta con la ausencia de resultados concluyentes derivados de la investigación académica. Asimismo, solo España establece una categoría diferenciada para los consejeros representantes de grandes accionistas de control (dominicales) cuyo umbral –que está trayendo no pocos quebraderos de cabeza a las empresas españolas– establece en un 3% del capital. En los códigos de los restantes países, los accionistas de control no representan una categoría específica de consejeros, aunque establecen el carácter excluyente de los mismos (a excepción de Japón) para ejercer como consejeros independientes. No obstante, el hecho diferencial más importante se encuentra en los diferentes umbrales de control (la mayoría superior al 10%) que cada código y legislación establece para ser considerado accionista significativo y, por ende, para poder ser o no considerado consejero independiente. Curiosamente, la investigación académica solo ha abordado este aspecto (y de manera marginal) en los últimos años.

Respecto a la dualidad del CEO/Presidente no hay unanimidad en las recomendaciones que presentan los códigos, si bien ninguno aboga explícitamente por la dualidad. Mientras los códigos de Italia, Reino Unido y EEUU la desaconsejan, el resto de códigos no se pronuncia, en línea con los resultados de la investigación académica. No obstante, los códigos sí recogen –curiosamente al margen de la mayor parte de la investigación– la obligación de nombrar de entre los consejeros independientes, un consejero líder/coordinador especialmente en los casos de dualidad.

El tamaño del consejo solo es abordado explícitamente en los códigos de España y EEUU, fijando ambos una horquilla para el consejo de entre cinco y quince miembros. Por su parte, el código japonés parece estar más en línea con las recientes investigaciones –que recomiendan un tamaño adecuado a las necesidades de la empresa– al dejar abierta la elección del tamaño del consejo. En todo caso, sí es interesante constatar el *gap* existente entre la importancia que la literatura académica ha dado tradicionalmente al tamaño del consejo –tratado en cientos de estudios– y su escasa relevancia en las recomendaciones actuales de los códigos de buenas prácticas.

Respecto a la organización del consejo en diferentes comisiones de trabajo, si bien la literatura académica aboga por buscar un equilibrio coste-beneficio a la hora de su creación, prácticamente todos los códigos de buenas prácticas (España y Alemania contemplan la posibilidad de crear solo dos comisiones y Japón permite su salvedad en caso de adopción de un consejo *Kansayaku* o un consejo supervisor) abogan por la creación de, al menos, tres comisiones conformadas por consejeros independientes o con mayoría de independientes: auditoría, retribuciones y nombramientos.

Respecto al capital humano del consejo, los códigos son bastante genéricos, estableciendo en su mayoría que el consejo cuente con los conocimientos, habilidades y experiencia adecuados para desempeñar su trabajo. Es en la composición del comité de auditoría en donde los códigos concretan más, requiriendo a algunos de sus miembros (en especial al presidente) conocimientos en contabilidad y finanzas. Asimismo, las recomendaciones dejan al margen las características cognitivas de los consejeros, si bien algunos códigos exigen que los consejeros cuenten con *aptitudes* (España) y sean *honestos* (Francia). No obstante, esta falta de concreción es coherente tanto con los escasos resultados concluyentes de los estudios empíricos como con la dificultad de modelizar las características cognitivas de los consejeros.

La dedicación efectiva de los consejeros se articula en los códigos a través de tres tipos de recomendaciones: una primera mayoritariamente genérica acerca de la necesidad de que los consejeros dediquen el *tiempo suficiente* para llevar a cabo sus funciones; una segunda recomendación referida al número de reuniones anuales del consejo y que se concretan en un mínimo de ocho anuales (España) y al menos una al año para los consejeros independientes (Italia y Japón) o no ejecutivos (Francia); y un tercer tipo de recomendaciones que se centra en el establecimiento de límites al número de puestos que un mismo consejero puede ocupar en otras empresas (si existe concreción, esta se establece

entre dos y cinco puestos más). En este último aspecto, algunos códigos (Francia y Reino Unido) diferencian ya entre consejeros no ejecutivos y ejecutivos, siendo más estrictos en sus limitaciones con estos últimos como consecuencia de su menor disponibilidad de tiempo al llevar ya la gestión de la empresa.

La última frontera de la literatura académica sobre el consejo de administración atañe al análisis de la diversidad. En este sentido, los códigos (con excepción del italiano) recogen, si bien de manera muy genérica, la necesidad de promover la diversidad del consejo. Este posicionamiento implica claramente considerar la diversidad como una fuente de creación de valor. En cuanto los tipos de diversidad, el código estadounidense es el más completo al enumerar la diversidad de experiencias, edad, raza, género, origen étnico y cultura. Por su parte, el código de Reino Unido es más aventurado al comentar ya que la diversidad no es en sí misma una garantía de buen funcionamiento del consejo. Y respecto a la diversidad de género existe una mayor concreción en los códigos de España y Alemania al establecer una ratio de mujeres del 30%.

En general podemos concluir que los códigos analizados recogen, si bien de manera muy genérica, los avances más recientes de la investigación académica sobre el consejo de administración. En concreto, la diversidad del consejo –que centra la atención actual de la investigación académica– es recogida en la mayoría de los códigos. El *gap* entre la *Academia* y la práctica empresarial no es, desde nuestro punto de vista, muy amplio. No obstante, existe una mayor concreción en las recomendaciones centradas en la labor supervisora del consejo en línea con los planteamientos de la teoría de la agencia. Cuestiones como el grado de independencia del consejo o la dualidad CEO/Presidente siguen *ocupando* una parte importante de las recomendaciones. Asimismo, los códigos también abordan cuestiones relacionadas con el capital del consejo, en especial cuestiones relacionadas con la dedicación y (sobre) ocupación de los consejeros. Por otro lado, las cuestiones cognitivas del consejo, tales como la diversidad, la experiencia o los conocimientos (más vinculadas a la labor asesora del consejo), son tratadas en menor detalle dada la dificultad que existe en modelizarlas.

5. A modo de conclusión

El *output* del consejo de administración es, por naturaleza, cognitivo (Forbes y Miliken, 1999: 492), luego parece lógico que la investigación académica camine hacia el estudio de *la caja negra del consejo* desde un enfoque cognitivo. Ello está conduciendo a analizar, por una parte, cómo las características individuales observables (edad, género, nacionalidad, origen étnico) y menos observables (conocimientos, experiencia, cultura, personalidad, ideología) de los consejeros afectan a su toma de decisiones; y por otra parte, a estudiar cómo la interacción en el consejo de administración de estas características/sesgos personales afecta a la toma de decisiones del consejo como equipo de trabajo. Para andar este camino será preciso recurrir a la combinación de varias teorías de empresa, si bien, la *behavioral theory* es la que puede aportar una riqueza adicional en el análisis de los aspectos cognitivos de los consejeros. Esta teoría, que se enriquece de disciplinas como la psicología, la sociología y la biología (especialmente en el campo de la neurología), reconoce la apasionante y a la vez compleja realidad de que somos seres humanos –*animal spirits,* en palabras de John Maynard Keynes (1936)– y que las decisiones que tomamos quedan afectadas por nuestras vivencias, creencias, valores y deseos.

La nota discordante es que la imprevisión que genera el comportamiento del ser humano limita la construcción de teorías generales, por lo que la búsqueda del consejo de administración ideal será todo un reto que, con toda probabilidad, no culminará en una respuesta única ni simple. La literatura más reciente ya apunta en esta dirección (Rebeiz, 2018). Este viaje hacia el conocimiento cognitivo del consejo conlleva asimismo la dificultad de transferir los resultados en normativa/recomendaciones de común aplicación a las empresas. En este sentido, dos son los posibles caminos a seguir desde un punto de vista normativo. Por un lado, la normativa podrá recoger los resultados de los estudios académicos de manera muy genérica, lo que reducirá su efectividad. O, por otro, puede que se genere normativa cada vez más específica (códigos de buenas prácticas en función del sector de actividad, del tamaño de la empresa, de si cotizan o no cotizan en merca-

dos de capitales, etc.). Esta última opción normativa parece la más plausible a la vista del surgimiento de códigos de buenas prácticas para el sector financiero, para corporaciones sin ánimo de lucro o para empresas no cotizadas.

NOTAS

(1) *El País* (5.12.1991), «Un fraude de 40.000 millones en el Grupo Mirror marca el final del 'imperio Maxwell'».

(2) *El País* (17.01.1990), «El Banco de Crédito y Comercio Internacional admite haber 'blanqueado' dinero del narcotráfico».

(3) Reasons for setting up the Committee. Apartado 2.5, «Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies».

(4) *Journal of Finance* (JF), *Journal of Financial Economics* (JFE) and *Review of Financial Studies* (RFS).

(5) Aquellos lectores que deseen conocer más sobre algunos de estos sesgos cognitivos pueden consultar el excelente trabajo de Blasco y Ferreruela (2017) sobre *Behavioral Finance*.

(6) La Comisión Europea tiene clara la función de los comités: «the purpose of the committees is to increase the efficiency of the (supervisory) board's work by making sure that decisions are based on due consideration, and to help organise its work with a view to ensuring that the decisions it takes are free from material conflicts of interests».

(7) Los esquemas de retribución de los consejeros podrían haber sido un elemento adicional de análisis en este recorrido por el consejo de administración. Hemos preferido omitirlo porque, en sentido estricto, lo relevante se refiere a la retribución de la alta dirección, y particularmente el CEO, más que la compensación que se les da a los consejeros por su participación en el consejo.

BIBLIOGRAFÍA

Abdullah, S.; Ku Ismail, K. N. I. y Nachum, L. (2016), «Does Having Women on Boards Create Value? The Impact of Societal Perceptions and Corporate Governance in Emerging Markets», *Strategic Management Journal* 37, págs. 466-476.

Adams, R. B. (2016), «Women on boards: The Superheroes of tomorrow?», European Corporate Governance Institute, *Working paper* núm. 466/2016.

Adams, R. B. (2017), «Boards, and the Directors Who Sit on Them», European Corporate Governance Institute, *Working Paper* núm. 515/2017.

Adams, R. B.; Akyol, A. C. y Verwijmeren, P. (2017), «Director Skill Sets», *SSRN Working Paper* (doi.org/10.2139/ssrn.2365748).

Adams R. B. y Ferreira D. (2007), «A theory of friendly boards», *Journal of Finance* 62(1), págs. 217-250.

Adams, R. B. y Ferreira, D. (2009), «Women in the boardroom and their impact on governance and performance», *Journal of Financial Economics* 94(2), págs. 291-309.

Adams, R. B. y Funk, P. C. (2012), «Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter?», *Management Science* 58(2), págs. 219-235.

Adams, R. B. y Kirchmaier, T. (2015), «Barriers to Boardrooms», European Corporate Governance Institute, *Working Paper* núm. 347/2013.

Agrawal, A. y Knoeber, C. (1996), «Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, págs. 377-397.

Ahern, K. R. y Dittmar, A. K. (2012), «The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation», *The Quarterly Journal of Economics* 127 (1), págs. 137-197.

Anderson, R. C.; Mansi, S. A. y Reeb D. M. (2004), «Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt», *Journal of Accounting and Economics* 37(3), págs. 315-342.

Anderson, R. C.; Reeb, D. M.; Upadhyay, A. y Zhao, W. (2011), «The economics of director heterogeneity», *Financial Management* 40, págs. 5-38.

Andrés, C.; Van der Bongard, I. y Lehmann, M. (2013), «Is busy really busy? Board governance revisited», *Journal of Business Finance and Accounting* 40, págs. 1221-1246.

Andrés, P. de; Arranz-Aperte, L. y Rodríguez-Sanz, J. A. (2017), «Delegation of board work to committees in Europe», *Economics of Governance* 18, págs. 179-208.

Andrés, P. de; Azofra, V. y López, F. (2005), «Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness» *Corporate Governance: An International Review* 13 (2), págs. 197-210.

Andrés, P. de; García-Rodríguez, I.; Romero-Merino, E. y Santamaría-Mariscal, M. (2018), *Ideología del consejo de administración y toma de decisiones corporativa. Una aplicación al caso de las cajas de ahorro españolas*, Ponencia aceptada XVIII Congreso ACEDE, Valladolid.

Andrés, P. de y Santamaría, M. (2010), «Un paseo por el concepto de gobierno corporativo», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa* 5, págs. 15-34.

Ararat, M.; Aksu, M. y Cetin, A. T. (2015), «How Board Diversity Affects Firm Performance in Emerging Markets: Evidence on Channels in Controlled Firms», *Corporate Governance: An International Review* 23 (2), págs. 83-103.

Bankewitz, M. (2017), «Board advisory tasks: The importance to differentiate between functional and firm-specific advice», *European Academy of Management*, próximamente.

Bantel, K. y Jackson, S. (1989), «Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference?», *Strategy Management Journal* 10, págs. 107-124.

Baysinger B. y Hoskisson, R. (1990): «The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy», *Academy of Management Review* 15 (1), págs. 72-87.

Benjamin S. J. y Karrahemi K. E. (2013), «A test of audit committee characteristics and free cash flows», *Corporate Ownership and Control* 10 (2), págs. 611-626.

Bhagat, S. y Black, B. (1999), «The uncertain relationship between board composition and firm performance», *Business Lawyer* 54, págs. 921-963.

Bhagat, S. y Black, B. (2002), «The non-correlation between board independence and long-term firm performance», *Journal of Corporation Law* 27, págs. 231-273.

Blasco, N. y Ferreruela, S. (2017), «Behavioral Finance: ¿Por qué los inversores se comportan como lo hacen y no cómo deberían?», *Bolsas y Mercados Españoles*. Estudios y Publicaciones.

Carcello J. V.; Neal T. L.; Palmose Z. V. y Scholz, S. (2011), «CEO involvement in selecting board members, audit committee effectiveness, and restatements», *Contemporary Accounting Research* 28(2), págs. 396-430.

Carney, D. R.; Jost, J. T.; Gosling, S. D. y Potter, J. (2008), «The secret lives of liberals and conservatives: personality profiles, interaction styles, and the things they leave behind», *Political Psychology* 29(6), págs. 807-840.

Carter, D. A.; Simkins, B. J. y Simpson, W. G. (2003), «Corporate governance, board diversity, and firm value», *Financial Review* 38(1), págs. 33-53.

Catalyst Report (2007), The Bottom Line: Corporate performance and women's representation on boards. http://www.catalyst.org/knowledge/bottom-line-corporate-performance-and-womens-representation-boards.

Certo, S. T. (2003), «Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures», *Academy of Management Review* 28 (3), págs. 432-446.

Charreaux, G. (2002), «Variation sur le thème, à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise», [Variation on the theme, in search of new foundations for finance and corporate governance], *Finance Contrôle Stratégie* 5(3), págs. 5-68.

Coles, J. L.; Daniel, N. D. y Naveen, L. (2008), «Boards: Does One Size Fit All?», *Journal of Financial Economics* 87(2), págs. 329-56.

Coles, J. L.; McWilliams, V. y Sen, N. (2001), «An examination of the relationship of governance mechanisms to performance», *Journal of Management* 27, págs. 23-50.

Conger, J.; Finegold, D. y Lawler, E. (1998), «Appraising boardroom performance», *Harvard Business Review* 76, págs. 136-148.

Crespí-Cladera, R. y Pascual-Fuster, B. (2014), «Does the Independence of independent directors matter?», *Journal of Corporate Finance* 28, págs. 116-134.

Cuñat, V. y Garicano L. (2010), «Did good Cajas extend bad loans? Governance, human capital and loan portfolios», *FEDEA Working paper* núm. 2010-08.

Cuomo, F.; Mallin, C. y Zattoni, A. (2016), «Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda», *Corporate Governance: An International Review* 24 (3), págs. 222-241.

Cyert, R. M. y March, J. G. (1963), *A behavioral theory of the firm*. Englewoods Cliffs, NJ: Englewoods, Prentice-Hall.

Dass, N.; Kini, O.; Nanda, V.; Onal, B. y Wang, J. (2013), «Board expertise: Do directors from related industries help bridge the information gap?», *Review of Financial Studies* 27, págs. 1533-1592.

Desai, V. M. (2016), «The behavioral theory of the (governed) firm: Corporate board influences on organizations' responses to performance shortfalls», *Academy of Management Journal* 59 (3), págs. 860-879.

Drobetz, W.; Von Meyerinck, F.; Oesch, D. y Schmid, M. (2015), «Board industry experience, firm value, and investment behavior», University of St. Gallen School of Finance *Working Paper* 2014/01 (revisado diciembre 2015).

Estelyi, K. S. y Nisar, T. M. (2016), «Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards?», *Journal of Corporate Finance* 39, págs. 174-192.

Faccio, M.; Marchica, M. y Mura, R. (2016), «CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation», *Journal of Corporate Finance* 39, págs. 193-209.

Fama, E. y Jensen, M. C. (1983), «Agency problems and residual claims», *Journal of Law and Economics* 26, págs. 327-349.

Faleye, O.; Hoitash, R. y Hoitash, U. (2011), «The cost of intense board monitoring», *Journal of Financial Economics* 101(1), págs. 160-181.

Faleye, O.; Hoitash, R y Hoitash, U. (2013), «Advisory directors», *SSRN Working paper* (doi:10.2139/ssrn.1866166).

Ferreira, D. (2015), «Board Diversity: Should We Trust Research to Inform Policy?», *Corporate Governance: An International Review* 23, págs. 108-111.

Ferris, S. P.; Jagannathan, M. y Pritchard, A. C. (2003). «Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments», *The Journal of Finance* 58, págs. 1087-1111.

Fich, E. M. y Shivdasani, A. (2006), «Are busy boards effective monitors», *The Journal of Finance* 61, págs. 689-724.

Field, L.; Lowry, M. y Mkrtchyan, A. (2013), «Are busy boards detrimental?», *Journal of Financial Economics* 109, págs. 63-82.

Forbes, D. P.; Milliken, F. J. (1999), «Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups», *Academy of Management Review* 24 (3), págs. 489-505.

Francis, B.; Hasan, I. y Wu, Q. (2015), «Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance», *Financial Management* 44, págs. 547-581.

Frijns, B.; Dodd, O.; Cimerova, H. (2016), «The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance», *Journal of Corporate Finance* 41, págs. 521-541.

Gabaldón, P.; Anca, C.; Mateos, R. y Gimeno R. (2016), «Searching for women on boards: An analysis from the supply and demand perspective», *Corporate Governance. An International Review* 24, págs. 371-385.

García-Cestona, M. y Sagarra, M. (2014), «Good and bad Banks? Governance, human capital of top managers and performance», *SSRN Working paper*, (doi.org/10.2139/ssrn.2504593).

Gavetti, G.; Greve, H. R.; Levinthal, D. A. y Ocasio, W. (2012), «The behavioural Theory of the firm», *The Academy of Management Annals* 6(1), págs. 1-40.

Giannetti, M. y Zhao, M. (2017), «Board ancestral diversity and firm performance volatility», European Corporate Governance Institute, *Working Paper* núm. 462/2016.

Gompers, P. A.; Mukharlyamov, V. y Xuan, Y. (2016), «The cost of friendship», *Journal of Financial Economics* 119 (3), págs. 626-644.

Güner, A.; Burak, U. M., y Geoffrey, T. (2008), «Financial expertise of directors», *Journal of Financial Economics* 882(2), págs. 323-354.

Gupta, A. y Wowak, A. J. (2017), «The Elephant (or Donkey) in the Boardroom. How Board Political Ideology Affects CEO Pay», *Administrative Science Quarterly* 62(1), págs. 1-30.

Hadani M.; Goranova M. y Khan R. (2011), «Institutional investors, shareholder activism, and earnings management», *Journal of Business Research* 64(12), págs. 1352–1360

Harrison, D. A. y Klein K. J. (2007), «What's the diffference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations», *Academy of Management Review* 32, págs. 1199-1228.

Hashim, H. A. y Rahman, M. S. A. (2011), «Multiple board appointments: Are directors effective?», *International Journal of Business & Social Science* 2, págs. 137-143.

Hau, H. y Thum, M. (2009), «Subprime crisis and board (in-) competence: private vs. public banks in Germany», *Economic Policy* 24, págs. 701-751.

Haxhi, I. y Aguilera, R. V. (2014), «Corporate governance through codes, en C. Cooper (ed.), *Wiley encyclopedia of management*, Oxford, Wiley-Blackwell.

Hayek, F. A. (1985), *Derecho, Legislación y Libertad*, ed. Unión Editorial (2ª edición), Madrid.

Hermalin, B. y Weisbach, M. (1988), «The determinants of board composition», *Rand Journal of Economics* 19, págs. 589-606.

Hillman, A. J. y Dalziel, T. (2003), «Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependency perspectives», *Academy of Management Review* 28, págs. 383-396.

Hillman, A. J.; Shropshire, C.; Certo, S. T.; Dalton, D. R. y Dalton, C. M. (2011), «What I like about you: a multilevel study of shareholder discontent with director monitoring», *Organization Science* 22 (3), págs. 675-687.

Hoskisson, R. E.; Johnson, R. A.; Moesel, D. D. (1994), «Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy and performance», *Academy of Management Journal* 37, págs. 1207-1251.

Huse, M.; Hoskisson, R.; Zattoni, A., y Vigano, R. (2011), «New perspectives on board research: Changing the research agenda», *Journal of Management and Governance* 15, págs. 5-28.

Jehn, K. (1995), «A Multimethod Examination of the Benefits and Detriments of Intragroup Conflict», *Administrative Science Quarterly* 40, págs. 256-282.

Jensen, M. (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance* 48 (3), págs. 831-880.

Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics* 3 (4), págs. 305-360.

Jost, J. T.; Glaser, J.; Kruglanski, A. W. y Sulloway, F. (2003), «Political conservatism as motivated social cognition», *Psychological Bulletin* 129 (3), págs. 339-375.

Kaczmarek, S. (2017), «Rethinking board diversity with the behavioural theory of corporate governance: opportunities and challenges for advances in theorising», *Journal of Management & Governance* 21 (4), págs. 879-906.

Karamanou I. y Vafeas N. (2005), «The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis», *Journal of Accounting Research* 43 (3), págs. 453-486.

Keynes, J. M. (1936), *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, ed. Fondo de Cultura Económica (2003).

Kim, H. y Lim, C. (2010), «Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence», *Journal of Business Research* 63, págs. 284-291.

Kor, Y. Y. y Sundaramurthy, C. (2009), «Experience-based human capital and social capital of outside directors», *Journal of Management* 35, págs. 981-1006.

Kuo, C. y Yu, S. (2014), «Remuneration committee, board independence and top executive compensation», *Journal of Risk and Financial Management* 7(2), págs. 28-44.

La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999), «Corporate Ownership around The World», *Journal of Finance* 54 (2), págs. 471-517.

Larcker, D. F.; So, E. C. y Wang, C. C. Y. (2013), «Boardroom centrality and firm performance», *Journal of Accounting and Economics* 55, págs. 225-250.

Lau, D., y Murnighan, J. (1998), «Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups», *Academy of Management Review* 23 (2), págs. 325-340.

Li, L.; Tian, G. y Yan, W. (2013), «The network of interlocking directorates and firm performance in transition economies: Evidence from China», *The Journal of Applied Business Research* 29, págs. 607-620.

Liu, Y.; Miletkov, M.; Wei, Z. y Yang, T. (2015), «Board Independence and firm performance in China», *Journal of Corporate Finance* 30, págs. 223-244.

López-Iturriaga, F. J., y Morrós-Rodríguez, I. (2014), «Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships», *Spanish Journal of Finance and Accounting* 43 (2), págs. 177-192.

Mahadeo, J. D.; Soobaroyen, T. y Hanuman, V. O. (2012), «Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy», *Journal of Business Ethics* 105, págs. 375-388.

March, J. G. y Simon, H. A. (1958), *Organizations*, Nueva York, Wiley.

Masulis, R. y Zhang, E. J. (2017), «Preoccupied Independent Directors», *European Corporate Governance Institute Working Paper* núm. 522/2017.

Matsa, D. A. y Miller, A. R. (2013), «A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas», *American Economic Journal: Applied Economics* 5(3), págs. 136-169.

McKinsey Report (2007), Women Matter: Gender Diversity, a Corporate Performance Driver. http://www.mckinsey.com/features/women_matter.

Meyerinck, F; Oesch, D. y Schmid, M. (2016), «Is Director Industry Experience Valuable?», *Financial Management* 45, págs. 207-237.

Miletkov, M. K.; Poulsen, A. B. y Wintoki, M. B. (2017), «Foreign Independent Directors and the Quality of Legal Institutions», *Journal of International Business Studies* 48 (2), págs. 267-292.

Minton, B. A.; Taillard, J. P. y Williamson, R. (2014), «Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49(2), 351-380.

Mintzberg, H. (1983), *Power in and Around Organizations*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.

Naveen, L.; Daniel, N. D. y McConnell, J. J. (2013), «The Advisory Role of Foreign Directors in U.S. Firms», *SSRN Working Paper* (doi.org/10.2139/ssrn.2023420).

Nemeth, C. y Staw, B. (1989), «The tradeoffs of Social Control and Innovation in Groups and Organizations», *Advances in Experimental Social Psychology* 22, págs. 175-210.

Omer, T. C.; Shelley, M. K. y Tice, F. M. (2014), «Do Well-Connected Directors Affect Firm Value?», *Journal of Applied Finance* 24, págs. 17-32.

Papakonstantinou, F. (2008), *Board of directors: The value of industry experience*, Dissertation, Trenton, NJ Princeton University.

Pérez-Calero Sánchez, L. y Barroso-Castro, C. (2015), «It is useful to consider the interlocks according to the type of board member (executive or non-executive) who possesses them? Their effect on firm performance», *European Journal of Management and Business Economics* 24, págs. 130-137.

Pfeffer, J. (1972), «Size and composition of corporate boards of directors», *Administrative Science Quarterly* 17, págs. 218-228.

Pfeffer, J. y Salancik, G. (1978), *The external control of organisations: A resource dependence perspective*, Nueva York, Harper and Row.

Post, C. y Byron, K. (2015), «Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis», *Academy of Management Journal* 58, págs. 1546-1571.

Puchniak, D. W. y Kim, K. S. (2017), «Varieties of Independent Directors in Asia: ATaxonomy», en *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual, and Comparative Approach*, Dan W. Puchniak, Harald Baum and Luke Nottage (eds.), Cambridge University Press.

Rebeiz, K. S. (2018), «Relationship between boardroom independence and corporate performance: Reflections and perspectives», *European Management Journal* 36, págs. 83-90.

Reeb, D. y Upadhyay, U. (2010), «Subordinate board structures», *Journal of Corporate Finance* 16, págs.469-486.

Schwartz, S. H. (1992), *Universals in the content and structure of values: Theoretical advances and empirical tests in 20 countries*, M. P. Zana, ed. Advances in Experimental Social Psychology. Academic Press, Nueva York, 1-65.

Stuart, T. E. y Yim, S. (2010), «Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions», *Journal of Financial Economics* 97 (1), págs. 174-189.

Torchia, M.; Calabrò, A. y Morner, M. (2015), «Board of Directors' Diversity, Creativity, and Cognitive Conflict», *International Studies of Management & Organization* 45 (1), págs. 6-24.

Upadhyay A.; Bhargava R. y Faircloth S. (2014), «Board structure and role of monitoring committees», *Journal of Business Research* 67, págs. 1486-1492.

Vafeas N. (2005), «Audit committees, boards, and the quality of reported earnings», *Contemporary Accounting Research* 22(4), págs.1093-1122.

Van Ees, H.; Gabrielsson, J. y Huse, M. (2009), «Toward a behavioural theory of boards and corporate governance», *Corporate Governance: An International Review* 17(3), págs. 307-319.

Volonté, C. (2015), «Boards: Independent and committed directors?», *International Review of Law and Economics* 41, págs. 25-37.

White, J. T.; Woidtke, T.; Black, H. A. y Schweitzer, R. L. (2014), «Appointments of academic directors», *Journal of Corporate Finance* 28, págs. 135-151.

Wirtz, P. (2001), «Système National de Gouvernance, Structures Locales et Logique de Création et D'appropriation de Rentes: Les Enseignements du Cas Vodafone/Mannesmann», *Revue Finance Contrôle Stratégie* 4 (4), págs. 163-201.

Yermack, D. (1996), «Higher market Valuation of Companies with Small Board of Directors», *Journal of Financial Economics* 40, págs. 185-211.

Zahra, S. A. y Pearce, J. A. (1989), «Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A review and Integrative Model», *Journal of Management* 15, págs. 291-334.

Zajac, E. J. y Westphal, J. D. (1994), «The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better?», *Strategic Management Journal* 15, págs. 121-142.

Zona, F.; Gómez-Mejía, L. R. y Withers, M. C. (2018), «Board Interlocks and Firm Performance: Toward a Combined Agency-Resource Dependence Perspective», *Journal of Management* 44, págs. 589-618.

Presentación del número extraordinario de *Economistas*: «España 2017. Un balance»

José Antonio Negrín de la Peña
Universidad de Castilla-La Mancha

Jaime Requeijo, Pascual Fernández, Román Escolano y Valentín Pich.

En el día del libro y festividad de san Jorge –el pasado 23 de abril de 2018–, en el Hotel Intercontinental de Madrid, fue presentado el ya tradicional número extraordinario (Núm. 156/157) de nuestra revista *Economistas*, con el título «España 2017. Un balance». En esta ocasión pudimos contar con la presencia del presidente del Consejo General de *Economistas*, Valentín Pich Rosell; del decano del Ilustre Colegio de Economistas de Madrid, Pascual Fernández Martínez; del director de la revista *Economistas*, Jaime Requeijo González; y de Román Escolano Olivares, ministro de Economía, Industria y Competitividad, que tomó posesión del cargo el 9 de marzo de este mismo año.

Gozosa coincidencia presentar nuestro número extraordinario, casi un libro, en fecha tan señalada. El Cervantes economista (1) que tenía don Miguel, si viviera hoy, hubiera asistido gustoso a este entrañable acto, donde nos damos cita un número considerable de economistas que llenamos el hotel de acogida. Además, este año fue un privilegio contar con un ministro de Economía recién llegado a las tareas de gobierno y que prácticamente acababa de aterrizar de su primer bautismo de fuego con el FMI y el Banco Mundial en su asamblea de primavera celebrada en Washington el anterior fin de semana.

El ministro aprovechó su intervención para recordarnos algunas de las cuestiones que había afirmado en la asamblea, y que eran muy apropiadas en un acto como este, y presentar un balance de la economía española. Nos recordó, por ejemplo, que *España puede estar viviendo su fase de expansión más larga dadas las sólidas perspectivas*. No obstante, también alertó *contra el proteccionismo impulsado por el Gobierno de EEUU que genera dudas y reacciones adversas en los mercados*. El ministro también afirmó que *la economía española había cambiado, teniendo mucha mayor flexibilidad y apertura al exterior*, por lo que justificaba su primera aseveración pensando que, *estamos en condiciones de mantener un crecimiento sostenido durante unos años por delante*.

Lo cierto es que las palabras del ministro son la historia de un *Relato de una expansión prolongada*, coincidentes con el título del editorial del balance de este año. Muchas luces y algunas sombras. La economía mundial, en su conjunto, ha crecido a buen ritmo en 2017. En la Unión Europea, el crecimiento económico puede considerarse razonablemente satisfactorio, con la *sombra* de la incertidumbre creada por el *Brexit*.

Para la economía española, 2017 ha sido un buen año en su conjunto. España ha tenido un crecimiento del producto total superior al 3%, siendo este su cuarto año de expansión. Se han creado 600.000 empleos, lo que ha permitido rebajar la tasa de paro hasta el 16,5% de la población activa. También ha ayudado en la tarea la política expansiva del Banco Central Europeo que ha permitido, por un lado, un aumento considerable de los ingresos del sector público y, por otro, una disminución del déficit público y una menor carga de la servidumbre de los intereses de la deuda.

Si pasamos a analizar las veintisiete aportaciones a este balance, desgranadas en las nueve secciones que tradicionalmente, con alguna que otra variación, han sido de alguna manera ya analizadas en otros números extraordinarios. En esta ocasión, encontraremos, mayoritariamente, buenas noticias aunque, también es verdad, que en muchos casos se dan reflexiones como *de no creernos mucho lo que está pasando,* dando a entender que no debemos darnos el lujo de la algarabía por si la situación fuera reversible.

En el *Panorama general*, coordinado por Jaime Requeijo, Silvia Iranzo analiza *La situación de la economía mundial*, percibiendo la luz de una economía mundial creciendo a una tasa del 3,6%, siendo este más equilibrado que en años anteriores. Las sombras están en el retroceso sufrido por el libre comercio multilateral, en aras de perniciosos movimientos proteccionistas. Nuestro decano, Pascual Fernández, trata sobre *La cohesión regional en la Unión Europea entre 2000 y 2015*, en el que se pone de manifiesto que la convergencia real entre las regiones europeas de la Unión de los 28 fue avanzando durante los últimos quince años hasta que se topó con la crisis, retrocediendo desde ese momento. Si bien, se ha recuperado ya el nivel de PIB del 2008, los efectos de la crisis aún perduran en muchos países de la UE. Pero es tal vez, el *Brexit* (2) una de las sombras más alargadas que se ciernen sobre la economía europea y, por ende, en la española. Álvaro Anchuelo trata sobre este asunto en el trabajo el *Brexit: la factura del divorcio*.

La segunda sección es la de los *Sectores productivos*, coordinada por Amelia Pérez Zabaleta, con tres trabajos. La primera aportación la realiza Ana María López analizando *La economía digital en España: análisis y situación frente a Europa* (3), donde se pone de relieve que es la actividad que se ha convertido en el motor de las economías más avanzadas. España ocupa el puesto 14 en la UE-28 en 2017 en el *Digital Economy and Society Index* de la Comisión Europea, que mide el grado de digitalización de un país. La luz es que nuestro país sigue avanzando en el progreso de la economía digital. La sombra es que aún queda tarea por realizar para desarrollar nuestro pleno potencial. La segunda, *El impacto de la sequía en el suministro de agua y energía,* de Pilar Gracia de Rentería, Mario Ballesteros y Amelia Pérez Zabaleta, nos habla de la importante sequía en España durante todo el 2017, lo que ha impactado gravemente tanto en el suministro de agua como en la energía. La paradoja está en que la escasez de este recurso no se ve reflejada en su precio, lo que dificulta la contención del consumo y limita la inversión en el sector. Finalmente, el tercer trabajo de esta sección corresponde a Ángeles Alarcó con *Otro año prodigioso para el turismo español* y van cinco años consecutivos de crecimiento. En un sector de más luces que sombras, estas aparecen por la situación en Cataluña, los efectos del *Brexit*, la mejora en los destinos competidores de sol y playa y por un latente crecimiento del fenómeno de la *turismofobia*.

Dos trabajos componen la tercera sección que versa sobre el *Sistema financiero* y que está coordinada por Jaime Requeijo. El primero de ellos, de Pablo Hernández, analiza *La política monetaria del Banco Central Europeo*, que califica el autor como de *recalibración progresiva de sus estímulos*. Una política monetaria acomodada a la mejora del escenario macroeconómico, pero manteniendo un grado sustancial de expansión para que la inflación pueda estar próxima, pero algo inferior, al 2% a medio plazo. Es hora, a escala nacional, de acometer las reformas estructurales necesarias que consoliden la mejora económica y, a escala europea, de reforzar la Unión Económica y Monetaria. El segundo trabajo, *Del fin del ciclo regulatorio a la revolución digital en la banca*, de Rocío Sánchez, estudia como el ciclo regulatorio, que resultó de la crisis –que nos ha dado un sistema bancario más saneado y mejor preparado para futuras eventualidades– puede darse por concluido en 2017. Ahora, la banca debe afrontar otros retos como son la implementación del marco

normativo, la revolución digital; la llegada de nuevas tecnologías disruptivas, las criptomonedas o los retos de la ciberseguridad.

El *Sector público*, coordinado por José María Espí, es la cuarta sección. Aquí nos encontramos con cuatro trabajos que afrontan cuatro de los retos de la economía española: *La financiación de la deuda del Estado*, de Emma Navarro; la elaboración del presupuesto del Estado, analizado en *Un ejercicio presupuestario singular*, de Victorio Valle, Reyes Navarro y María Jesús Fernández; *La política financiera de las comunidades autónomas ante un escenario de mutualización de la deuda*, de César Cantalapriedra y María Montaña González, y la financiación local, con el trabajo, *El sector público local*, de Alain Cuenca. Por un lado, el Tesoro Público ha completado en 2017 otro programa de financiación exitoso, marcando un mínimo histórico en coste medio y máximo histórico en vida media de la deuda en circulación. Con ello, España está preparada para la progresiva retirada de estímulos monetarios anunciada para los próximos años. Por otro lado, presupuestariamente hablando, 2017 ha sido un año singular por su iniciación en el mes de junio, con una reducción significativa del déficit público, que ha permitido la reducción del gasto y el aumento de los ingresos públicos y que ha alejado el riesgo de explosividad de la deuda. Pero, sin duda, uno de los aspectos más destacados a nivel institucional de este 2017 en el sector público fue la necesaria reflexión sobre la reforma del sistema de financiación autonómico y local, lo que, a la postre, proporcionaría una buena oportunidad para mejorar la gestión de ambos niveles de gobierno. Las comunidades autónomas siguen cediendo autonomía financiera al Tesoro a través de los mecanismos de liquidez a cambio de evitar asumir riesgos de refinanciación. La posibilidad de mutualización de la deuda condiciona la estrategia de algunas comunidades autónomas ante la negociación de un nuevo modelo de financiación autonómica que, provisionalmente, han abandonado la salida al mercado. Por su parte, las cuentas de las administraciones locales en 2017 mantienen los buenos resultados de ejercicios anteriores y confirman las buenas perspectivas para 2018.

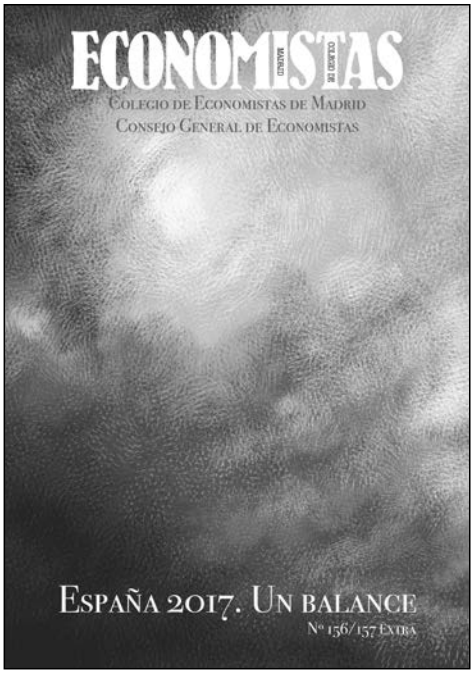
La quinta sección, *Capital humano y empleo*, coordinada por Pascual Fernández, la componen otros cuatro trabajos, el primero de ellos de la ministra de Empleo y Seguridad Social, Fátima Báñez. En *Rumbo firme hacia los veinte millones de empleos*, la responsable del ministerio, pone de manifiesto que 2017 fue otro año extraordinario para el mercado laboral, con la creación de más de 610.000 puestos de trabajo, recuperando más de 2.300.000 de los empleos destruidos durante la crisis. Estas luces, junto con la necesidad de consolidar esta recuperación del empleo hasta alcanzar los veinte millones y la mejora de la calidad de los mismos, deben iluminar una de las sombras más preocupantes en el acontecer económico de nuestro país, la viabilidad del actual sistema de pensiones. Este objetivo, que nos llevaría a converger con la tasa de empleo europea en el horizonte de 2022, alcanzando un nivel de ocupación del 70%, debe contribuir a fortalecer nuestro sistema de pensiones (4). El segundo trabajo de esta sección es *La intermediación laboral como servicio de información*, de Miguel Ángel Malo. En él se afirma que es fundamental el papel de la intermediación como prestación de un servicio de información a los dos lados del mercado de trabajo (desempleados que buscan un empleo y empresas que buscan cubrir una vacante). La tercera aportación es la de Valentín Bote, *Digitalización y déficit de talento: su impacto en el mercado laboral desde una perspectiva de recursos humanos*, en la que se sustituye el mito de que *la era de Míster Chip, te quita el curro* (5) por la idea de que la progresiva digitalización y robotización de la actividad productiva tendrá un impacto positivo sobre el empleo, como ha sucedido en revoluciones industriales anteriores, si bien esta positiva opinión, aun siendo mayoritaria, no cuenta con la unanimidad de la academia. El último análisis de esta sección le corresponde a Ana Cristina Mingorance-Arnáiz y Rafael Pampillón y nos habla del

Comportamiento del desempleo cíclico y estructural en España: un análisis a través de la curva de Beveridge y en el que se muestra, a través del análisis de la curva de Beveridge, cómo la crisis económica ha generado tanto desempleo cíclico como desempleo estructural. Estos autores proponen una serie de reformas que necesitan de un elevado consenso político y social, por ejemplo: reducir las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social, la duración del seguro de desempleo, los costes de despido mediante la instauración de una indemnización creciente acorde a la duración de la relación laboral, e incluso la sustitución de la indemnización por un sistema de cuentas de ahorro individuales similar al modelo austriaco que facilite la movilidad laboral.

La siguiente sección se encarga de la *Actividad empresarial*, coordinada por Juan José Durán e, igualmente, formada por cuatro trabajos. En el primero de ellos, Javier Vega sitúa *El protagonismo de la empresa española en el patrón de crecimiento*, ya que en 2017 el tejido empresarial español ha contribuido significativamente a la consolidación de un nuevo patrón de crecimiento caracterizado por una mayor aportación del sector exterior al PIB, aunque le pone deberes ya que ve necesario un aumento de nuestra productividad y capacidad de innovación, un mayor impulso y fortaleza del sector exterior y una mayor estabilidad, de la economía española en general, ante los cambios de ciclo económico. El segundo trabajo nos habla del *Buen momento para las cotizadas españolas*, estando a cargo de Domingo J. García y Javier Garrido, en el que se pone en valor que, por primera vez, en muchos años, la rentabilidad de las Bolsas en todo el mundo ha sido mayoritariamente positiva en el ejercicio y con dosis de riesgo (volatilidad) muy moderadas y que esto también ha sido válido para las empresas españolas cuyos registros de rentabilidad, beneficios y financiación en 2017 han sido los mejores de los últimos años. *Irresponsabilidad de la empresa y pasivos intangibles* es el título del tercer trabajo de esta sección y es tarea de Juan José Durán. La existencia de contratos ocultos, incompletos o no, llevan implícitos pasivos intangibles que pasan a explicitarse cuando se producen demandas de grupos de interés que conducen a asumir compromisos de pagos por la empresa. El cuarto y último análisis de esta sección lleva por título *El resurgir del sector inmobiliario*, de Julián Salcedo, que pone de manifiesto lo que resulta una evidencia y es que el año 2017 ha sido el del despegue definitivo del sector inmobiliario en España, después de la larga crisis sufrida tras el estallido de la burbuja inmobiliaria hace una década.

Tres estudios forman la séptima sección de nuestro Balance 2017 que abordará la situación de la *Economía regional*, coordinada por José María Rotellar. En el primero de ellos, Pedro Cortiñas y Cristina Sánchez escriben sobre *La economía madrileña,* en el que se pone de manifiesto que la Comunidad de Madrid, en 2017, ha consolidado su crecimiento de manera constante y con perspectivas de mantenerse en el futuro, siendo la economía madrileña la locomotora de la economía nacional. En el segundo trabajo, *Mercado de trabajo en la Comunidad de Madrid*, Valentín Bote califica el 2017 como un muy buen año para las principales magnitudes del mercado de trabajo en la Comunidad de Madrid, con un crecimiento interanual del empleo en el entorno del 4% y fuertes descensos del paro en la región, lo que ha permitido que la tasa de paro se reduzca en Madrid hasta el 12,36%. Finalmente, el estudio *Creación de empresas y atracción de inversiones en la Comunidad de Madrid*, de Rocío Albert y Rogelio Biazzi, pone de manifiesto que en el año 2017 Madrid lideró la creación de nuevas empresas en España con un total de 20.437.

La penúltima sección nos habla de futuro, de las *Perspectivas*, coordinada por el profesor Antonio Pulido. El mismo se pregunta, en el análisis, si se dará una *¿Expansión mantenida 2018-2019 o desaceleración?* Pues bien, la predicción habla de que la economía mundial mantendrá ritmos sin grandes cambios y que para la economía española las perspectivas más compartidas son de ligera y progresiva desaceleración en 2018-2019, haciendo hincapié, dentro de los riesgos, en las posibles correcciones en los mercados financieros internacionales. Si analizamos futuros *Riesgos económicos y geopolíticos para la economía mundial*, tarea realizada por Federico Steinberg y José Pablo Martínez, todas las papeletas las juegan las erráticas y aislacionistas políticas de Donald Trump, sin olvidar que tanto en la Unión Europea como, sobre todo, en Oriente Medio y en Asia también existen importantes focos de tensión (6). Para finalizar, Julián Pérez analiza las *Expectativas y riesgos para la economía española*. De nuevo las luces de



la recuperación cíclica más intensa en los últimos tres años nos trae las sombras de no haber sido suficiente como para corregir todos los desequilibrios generados por la crisis previa, especialmente en el mercado laboral y en las cuentas públicas.

Como es tradición, para finalizar este Balance 2017, se recuerda al Premio Nobel de Economía. Este año la Academia Sueca de Ciencias y el Banco Nacional de Suecia otorgaron el Premio Nobel al estadounidense Richard H. Thaler por sus aportaciones en *Psicología Económica y en la Economía del Comportamiento*. Un reconocimiento a una visión *humanista* de la economía por la que debemos todos felicitarnos.

Y se acaba esta crónica, como también está siendo habitual en los últimos años, con doce (7) titulares que resumen *España 2017. Un balance*:

1. La economía mundial creció al 3,6% con excelente oportunidad para afrontar con mayor holgura sus retos (Silvia Iranzo).

2. Los efectos de la crisis aún no se han diluido en muchas partes de la Unión Europea; algunos países y regiones han pasado de la convergencia a la divergencia (Pascual Fernández).

3. Resulta imposible llegar a una cifra indiscutible para la factura del divorcio del *Brexit* entre la UE y Reino Unido (Álvaro Anchuelo).

4. La economía digital es elemento transformador que afecta a todos los sectores económicos. España ocupa el puesto 14 en la UE-28 en 2017 (Ana María López).

5. España ha vivido en 2017 la peor sequía de los últimos veinte años, que causó problemas de suministro de agua y energía a la mayoría del país (Gracia, Ballesteros y P. Zabaleta).

6. El 2017 ha sido otro año prodigioso para el turismo en España, que encadena así cinco consecutivos de crecimiento, pese a diversos condicionantes negativos (Ángeles Alarcó).

7. Los tres años de expansión monetaria sin precedentes en Europa han desempeñado un papel crucial, y ahora tocan reformas nacionales y reforzar la UEM (Pablo H. de Cos).

8. La deuda circulante del Tesoro en 2017 marcó mínimo histórico en coste medio y máximo histórico en vida media, y diversificó inversores (Emma Navarro).

9. Recuperado el 70% del empleo destruido en la crisis, llegar a veinte millones y a la tasa europea hacia 2022 con una del 70% fortalecería el sistema de pensiones (Fátima Báñez).

10. Rentabilidad, beneficios y financiación de las empresas españolas alcanzaron en 2017 los mejores registros de los últimos años (Domingo J. García y Javier Garrido).

11. El 2017 ha sido año de despegue definitivo del sector inmobiliario en España, y en 2018 se mantendrá la tendencia si nada lo trunca (Julián Salcedo).

12. Para la economía española las perspectivas más compartidas son de ligera y progresiva desaceleración en 2018-2019 (Antonio Pulido).

En fin, como *tempus fugit*, pronto, muy pronto tendremos un nuevo balance, esta vez de la España del 2018, esta que ahora disfrutamos y padecemos, pero que, en definitiva, vivimos. Tal vez, para descubrir,

parafraseando a R. H. Thaler, *la presencia de la vida humana en un lugar donde los economistas pensaban que no existía: la economía*.

NOTAS

(1) Entre los múltiples trabajos realizados en conmemoración del IV Centenario de la publicación del *Quijote*, solo recordar al Cervantes economista en el monográfico de la Revista CLM-Economía (2004) *La economía del Quijote*, núm. 5 y Galindo, M. A. (2007), *Cervantes y la economía*, Universidad de Castilla- La Mancha, Cuenca.

(2) El número 153 de *Economistas* se dedicó a *El Brexit: causas y consecuencias*.

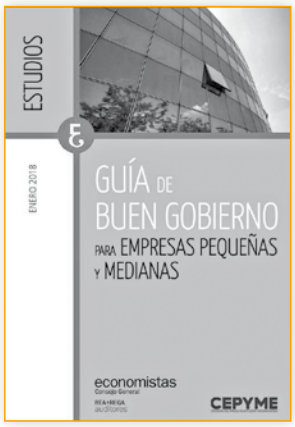
(3) «La digitalización de la economía española» fue el objeto de estudio del número 155 de *Economistas*

(4) El año pasado, la ministra fue la invitada en la presentación del Balance 2016. En aquel acto puso de manifiesto las buenas expectativas para el futuro 2017, que se han cumplido. Insistió en aquel momento, como lo hace ahora, en que los retos de las economías avanzadas del siglo XXI están en la tecnología, la globalización y el envejecimiento, este último reto se ha convertido en una de las sombras más preocupantes para la futura supervivencia de nuestro país.

(5) Decía la copla ochentera que *Esta es la era de Míster Chip, microordenador de tu porvenir, que por lo pronto te quita el curro, además de ser tu ficha sin fin*, Ríos, M. y Prado Sánchez, M. (1981), «Año 2000» en *Extraños en el escaparate*, Polydor.

(6) En el momento de publicar esta crónica los temores descritos parecen confirmarse. La llegada de la Embajada de EEUU de Israel a Jerusalén, la ruptura del acuerdo nuclear con Irán, que ha tenido como consecuencia una mayor inestabilidad en esta zona del planeta que como primera consecuencia ha traído una escala considerable del precio del petróleo, el creciente proteccionismo americano, el *Brexit*, la inestabilidad financiera argentina y, en España, el enquistamiento de la situación en Cataluña, están poniendo en peligro las buenas expectativas económicas descritas.

(7) En el mundo antiguo se utilizaba el sistema duodecimal por ser la base doce una base humana. De ahí que sean doce los meses, los trabajos de Hércules, las tribus de Israel, los apóstoles, las horas del día, los signos del zodiaco y las *Novelas ejemplares* de Cervantes.



Guía de buen gobierno para empresas pequeñas y medianas

Ed. Consejo General de Economistas de España y CEPYME, 2018

54 páginas

Hoy en día, el buen gobierno se ha convertido en un factor esencial para la generación de valor en las empresas, la mejora de su eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores. Estas consecuencias se materializan a partir del denominado *Círculo Virtuoso de Sostenibilidad* que supone, que a partir del binomio *buen gobierno-cumplimiento*, se genere una eficiente asignación y utilización de los recursos de la empresa, se eviten sanciones y distracciones en actuaciones de emergencia y, por lo tanto, se garantice la sostenibilidad del proyecto en común que es la empresa.

Los diferentes ordenamientos jurídicos han recogido en mayor o menor medida las aspiraciones sociales de buenas prácticas y de transparencia, pero además de los esfuerzos legislativos, el buen gobierno supone un elemento básico e ineludible para crear valor en las organizaciones. Hasta que no se perciba en el tejido empresarial la necesidad de promover las buenas prácticas como elemento generador de beneficios económicos, sociales y medioambientales, y únicamente se observen determinadas conductas por imperativo legal, no se producirá un auténtico cambio que sirva de motor de modernización de nuestras organizaciones.

En nuestro ordenamiento jurídico, los principios de buen gobierno se desarrollan principalmente a través de tres cuerpos legislativos:

El Código Penal, que consagra la responsabilidad penal de la persona jurídica y de sus administradores y que establece la posibilidad de constituir *modelos de detección y prevención penal de la empresa* en caso de que se cometa un delito en el ámbito organizativo de esta.

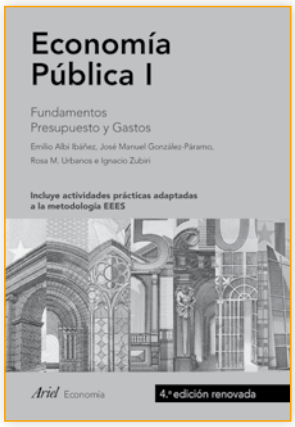
La Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (Ley 31/2014), que articula diferentes obligaciones para los administradores a partir del desarrollo del concepto de la *debida diligencia* que incluye aspectos ético-funcionales de calado en el desempeño del cargo de administrador.

El Código de Buen Gobierno para las sociedades cotizadas de la CNMV (febrero 2015), que recoge 25 principios y 64 recomendaciones sobre buenas prácticas de carácter voluntario bajo el principio de *cumplir o explicar*. Se trata de una interpretación flexible que permite la adhesión a unas recomendaciones y no a otras, con la explicación razonada en cada caso.

Rompiendo el cliché de que el gobierno corporativo es únicamente aplicable a los grandes grupos, el Consejo General de Economistas, junto con la CEPYME, han editado la *Guía de buen gobierno para empresas pequeñas y medianas* –elaborada por la Comisión de Responsabilidad Social Corporativa del Registro de Economistas Auditores (REA) del Consejo General de Economistas–, que constituye un manual práctico y esquemático de fácil consulta, mediante el cual las pymes pueden determinar el grado de implantación de medidas de buen gobierno en su entorno. Para ello, la *Guía* incluye *26 recomendaciones*, que suponen una adaptación a las singularidades de las pymes de toda la normativa e instrumentos que existen en nuestro país en materia de gobierno corporativo, en torno a cinco ámbitos: general (ambiente de control, imagen fiel y transparencia), órganos de administración, riesgos, responsabilidad social corporativa y remuneración; *12 principios* básicos sobre los que se deben asentar las recomendaciones, y un sencillo *test de evaluación con 20 preguntas* para esclarecer el grado de cumplimiento de la empresa con cuestiones básicas de buen gobierno.

Teniendo en cuenta que la configuración de la pyme en España es singular –pues abarca desde grupos relativamente complejos cuantitativa y cualitativamente hasta empresas unipersonales–, en la *Guía* se han desechado los valores extremos, centrándose en empresas medianas que tienen cierto sustrato organizativo, que necesitan incrementar su competitividad y que observan un razonable compromiso con el cumplimiento normativo.

Consejo General de Economistas



ECONOMÍA PÚBLICA I

Emilio Albi, José Manuel González-Páramo, Rosa Mª Urbanos e Ignacio Zubiri

Editorial Ariel, 4ª Edición renovada

483 páginas

ECONOMÍA PÚBLICA II

Emilio Albi, José Manuel González-Páramo, Rosa Mª Urbanos e Ignacio Zubiri

Editorial Ariel, 4ª Edición renovada

387 páginas

La aparición de una nueva edición renovada de los libros *Economía Pública I*, en septiembre de 2017, y *Economía Pública II*, en enero de 2018, constituye un hecho relevante en el panorama de las publicaciones de referencia en español sobre economía. Ambos libros, en ediciones anteriores, se han ganado merecidamente desde hace más de veinte años la consideración de manuales básicos para entender los fundamentos del funcionamiento de la economía pública en sus distintos campos.

Esta cuarta edición, que incorpora a una nueva autora, supone una revisión en profundidad de los contenidos teóricos y los desarrollos recientes en esta materia. El primer volumen, de 483 páginas, analiza los fundamentos de la intervención pública en la economía, el presupuesto y los gastos públicos. El segundo volumen, a través de sus 387 páginas, está dedicado al estudio de la teoría de la imposición, el sistema impositivo, otros ingresos públicos y la economía pública internacional. Ambos libros, que abordan el núcleo del conocimiento económico del sector público, incluyen, además, actividades prácticas adaptadas a la metodología del Espacio Europeo de Educación Superior (EEES), lo que refuerza su utilidad para atender de forma global las necesidades de la formación universitaria en esta materia.

El primer volumen se estructura en nueve capítulos. El primero, dedicado a delimitar el contenido de la economía pública, señala los temas y enfoques que caracterizan su estudio. El segundo capítulo, *el sector público y el presupuesto,* está destinado a analizar las actividades que realiza el sector público, los agentes a través de los cuales actúa, el instrumento básico de su intervención y los indicadores que permiten medir su actuación. Así, la delimitación institucional, el papel del presupuesto y las técnicas de presupuestación, los indicadores básicos de la política presupuestaria y el nuevo marco de gobernanza europea, constituyen su contenido, con referencia al contexto español y comunitario.

El capítulo 3 está destinado a analizar con detalle los fundamentos de la intervención pública a través de los distintos instrumentos disponibles para abordar los denominados *fallos de mercado* por motivos de eficiencia y equidad que justifican su papel en la economía. Se facilitan a los lectores, además, ejemplos prácticos que mejoran la comprensión de las situaciones generadoras de dichos fallos.

El capítulo 4 analiza los problemas de elección colectiva y los modelos de comportamiento del sector público que condicionan los *fallos de la provisión pública*.

El capítulo 5 aborda los fundamentos del federalismo fiscal a través del análisis de la justificación económica de la descentralización y las características e implicaciones de las distintas fuentes de financiación de los gobiernos subcentrales, haciendo referencia a los principales modelos comparados y a la descentralización en España.

El bloque dedicado al estudio del gasto público se estructura en cuatro capítulos. En el capítulo 6 se tratan los problemas de eficacia, eficiencia y equidad a través de la evaluación del gasto público, su incidencia y efectos redistributivos. El capítulo 7 está dedicado específicamente al análisis coste-beneficio y los capítulos 8 y 9 abordan con cierto detalle las principales políticas propias del Estado del Bienestar, sus fundamentos y su articulación en España. Así, en el primero se analizan los gastos sociales en prestaciones en especie (sanidad, dependencia, educación y vivienda) y, en el segundo, las prestaciones económicas (pensiones, desempleo y programas de lucha contra la pobreza).

El segundo volumen se estructura en otros nueve capítulos. Los aspectos generales de la teoría de la imposición se desarrollan en el capítulo 1, donde se analizan los criterios de valoración de los sistemas tributarios. El capítulo 2 está destinado a medir las distorsiones impositivas con criterios de eficiencia, definir el concepto de progresividad y su medición y orientar sobre las reglas de imposición óptima. Por su parte, el capítulo 3 se ocupa de estudiar la incidencia distributiva de la imposición en modelos de equilibrio parcial y de equilibrio general.

Del estudio del sistema impositivo se ocupan los cuatro capítulos siguientes, destinados a analizar con detalle las características y efectos económicos del impuesto sobre la renta personal (capítulo 4), del impuesto de sociedades (capítulo 5), de la imposición sobre la riqueza (capítulo 6) y de la imposición indirecta, con referencia especial al Impuesto sobre el valor añadido (capítulo 7).

El capítulo 8 se dedica al papel de los precios públicos, el dinero y la deuda pública como fuentes de ingresos públicos no tributarios. Finalmente, el libro se cierra con un capítulo dedicado a la economía pública internacional en el ámbito de la coordinación de la imposición directa e indirecta.

Cada capítulo de los dos libros se completa con un resumen final, la introducción de temas de debate, la propuesta y resolución de ejercicios que facilitan la comprensión de los aspectos analizados y una amplia bibliografía cuyas referencias permiten profundizar al lector en los temas planteados.

En definitiva, se trata de dos libros que configuran un único manual absolutamente imprescindible para iniciarse y desarrollar unos conocimientos sobre economía pública que resultarán muy útiles tanto a los estudiantes universitarios que aborden los estudios sobre economía, como a los profesionales que quieran tener actualizados sus conocimientos en esta materia. La garantía del perfil académico y profesional de sus autores, así como la amplia aceptación de ediciones anteriores, permite anticipar la buena acogida entre los lectores de esta nueva edición, que los conocedores de la obra esperábamos con interés.

Alfonso Utrilla de la Hoz
Universidad Complutense

9 770212 438007 00158

13 euros

COLEGIO DE MADRID

ECONOMISTAS

www.cemad.es