



**FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Curso Académico [2016-2017]

**El cumplimiento de las recomendaciones del
Código de Buen Gobierno: Un análisis de las
empresas cotizadas españolas.**

Trabajo Fin de Grado presentado por **Julia Muñoz Navarro** en la convocatoria de septiembre del curso 2017, siendo el tutor el profesor doctor D. **José Luis Galán González**.

Vº. Bº. del Tutor:

Alumna:

D. José Luis Galán González

D. Julia Muñoz Navarro

Sevilla, Julio de 2017

julmunnnav@gmail.com

RESUMEN EJECUTIVO

El gobierno corporativo se ha convertido en un tema de máxima actualidad, tanto en la práctica empresarial como en los estudios académicos, debido a los escándalos corporativos de principios del presente siglo y a las crisis empresariales derivadas de una inadecuada evaluación de los riesgos. No obstante, el interés por mejorar el gobierno de las sociedades se remonta a la década anterior con la aparición de los primeros Códigos de buen gobierno, cuyo punto de partida se sitúa en el Código Cadbury para las empresas que cotizan en la Bolsa londinense. En España, tras el inicial Código Olivencia, de finales de los noventa, se han ido sucediendo distintas propuestas hasta llegar al actual Código de buen gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado en febrero de 2015. La CNMV exige a las sociedades que cotizan en las bolsas españolas que cumplan o expliquen las recomendaciones recogidas en este Código y obliga igualmente a elaborar un Informe Anual en el que se recoge el cumplimiento o la explicación de cada una de estas recomendaciones.

El análisis de la información relativa a las empresas españolas ha puesto de manifiesto que el grado de seguimiento de las recomendaciones es muy elevado, aunque en muy pocos casos supera el 90%. Existen notables diferencias en ese grado de cumplimiento en función de la capitalización de la empresa, siendo lógicamente las empresas del Ibex35 las que alcanzan unos niveles superiores. Sin embargo, apenas se observan divergencias entre las empresas de media y baja capitalización. Respecto a las recomendaciones con un menor grado de cumplimiento se pueden destacar las relativas a la composición del Consejo, sobre todo en lo referente a la presencia femenina y porcentaje de independientes, así como la utilización de las tecnologías para la publicación de los informes más relevantes en su página web, la retransmisión en directo de las Juntas Generales de Accionistas y las referentes a la definición y promoción de una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores y asesores de voto.

TÉRMINOS CLAVE:

Gobierno Corporativo; Consejo de Administración; Códigos de buen gobierno; Empresas cotizadas.

ÍNDICE

1 INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	5
2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO.....	6
2.1 GOBIERNO CORPORATIVO.....	6
2.1.1 Conflictos de intereses.....	7
2.1.2 Mecanismos de control.....	8
2.2 CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	11
2.2.1 Tipos de miembros del Consejo.....	11
2.2.2 Pautas de buen gobierno.....	12
2.3 CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO.	14
2.3.1 Definición.....	14
2.3.2 Evolución de los Códigos de Buen Gobierno.....	15
2.4 CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2015)	20
2.4.1 Informe de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Cotizadas.....	23
2.4.2 Principios y recomendaciones del Código de Buen Gobierno	24
3 METODOLOGÍA.....	26
4 ANÁLISIS DE LAS RECOMENDACIONES DE LAS EMPRESAS COTIZADAS.....	29
4.1 ANÁLISIS POR CATEGORÍA DE EMPRESAS.	29
4.2 ANÁLISIS POR CATEGORÍA DE RECOMENDACIONES.	31
4.3 ANÁLISIS POR SECTORES Y CATEGORÍA DE RECOMENDACIONES.....	33
4.4 ANÁLISIS POR TIPOS DE EMPRESAS Y SECTORES DE ACTIVIDAD.....	35
5 ANÁLISIS DETALLADO DEL CUMPLIMIENTO / INCUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES.....	36
5.1 VARIACIONES MÁS PRONUNCIADAS EN EL CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES ENTRE LAS EMPRESAS DEL IBEX35.....	38
5.2 RECOMENDACIÓN 13: TAMAÑO O NÚMERO DE MIEMBROS DEL CA.....	38
5.3 RECOMENDACIÓN 17: NÚMERO DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES.....	40
5.4 RECOMENDACIÓN 14: PROPÓSITO 2020 30% DE CONSEJERAS EN LOS CA.....	41
6 NUEVAS TECNOLOGÍAS Y TRANSPARENCIA EN LOS C.A.....	43
7 CONCLUSIÓN.....	47
8 BIBLIOGRAFÍA.....	49

ÍNDICE DE TABLAS.

Tabla 1. Mecanismos de Control.	9
Tabla 2. Modelos de Gobierno Corporativo	10
Tabla 3. Recomendaciones de los Códigos promulgados en España sobre composición, tamaño y estructura del Consejo de Administración.	19
Tabla 4. Clasificación de empresas según su cotización.	28
Tabla 5. Recomendaciones gobierno corporativo	28
Tabla 6. Cumplimiento medio de las recomendaciones por parte de las empresas cotizadas.	30
Tabla 7. Empresas que cumplen menos del 50% de las recomendaciones	30
Tabla 8. Cumplimiento de las empresas según categorías de recomendaciones.....	32
Tabla 9. Cumplimiento por categoría de recomendaciones y por sectores de actividad de las empresas del Ibex35.	34
Tabla 10. Cumplimiento de las recomendaciones según el sector de actividad y categoría de empresas.	35
Tabla 11. Número de empresas que explican o cumplen parcialmente algunas recomendaciones destacadas en el año 2015.....	37
Tabla 12. Empresas Ibex que más han variado en su grado de cumplimiento de las recomendaciones.	38
Tabla 13. Número total de consejeros a lo largo de los últimos siete años (2010-2016).....	39
Tabla 14. Análisis de las recomendaciones 6 y 7.....	45

ÍNDICE DE FIGURAS E ILUSTRACIONES.

Figura 1. Coaliciones y conflictos entre accionistas, directivos, empleados y empresas de auditoría y banca de inversión.	8
Figura 2. Miembros del Consejo de Administración.....	12
Figura 3. Principios que ayudan a la mejora de la reputación colectiva.	13
Figura 4. Características del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.....	23
Figura 5. Principales novedades en las recomendaciones del Código de buen gobierno (2015).....	25
Ilustración 1. El gobierno corporativo y el liderazgo.	7
Ilustración 2. Tipología de consejeros	40
Ilustración 3. Número de consejeras durante los últimos siete años (2010-2016)	41
Ilustración 4. Explicación del no cumplimiento de la recomendación 14.	42
Ilustración 5. Difusión a través de las Redes Sociales (2016)	43
Ilustración 6. Redes Sociales	44
Ilustración 7. Sociedades que disponen de aplicación móvil para accionistas.....	44
Ilustración 8. Compañías que informan del cumplimiento del Código de buen gobierno	45
Ilustración 9. Explicaciones del no cumplimiento de las recomendaciones 6 y 7.	46

1 INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL TRABAJO.

El **gobierno corporativo** hace referencia al conjunto de normas, principios e instrucciones que regulan la composición y labor de los **órganos de gobierno** de una organización.

El **buen gobierno de las empresas** ayuda a la credibilidad y la permanencia, y favorece el crecimiento y la generación de beneficios, constituyendo la base para una adecuada gestión de la empresa. Los Códigos de buen gobierno son documentos elaborados por expertos, normalmente por encargo de las instituciones supervisoras o reguladoras de los mercados financieros, que establecen recomendaciones para mejorar el gobierno de las empresas cotizadas.

Los problemas que muchas empresas atravesaron, y que se achacaron en buena medida a malas prácticas y sistemas de **gobierno corporativo**, han generado exigencias de transparencia, autenticidad, buenos procedimientos y una conducta empresarial responsable, por parte de inversores, consumidores y la sociedad en general. Estas demandas crecientes han impulsado la publicación e importancia de los Códigos. En España se han elaborado y aprobado cuatro códigos de buen gobierno y el actualmente vigente fue aprobado en febrero de 2015. Los códigos contienen una serie de recomendaciones que las empresas voluntariamente pueden seguir. No obstante, las autoridades financieras piden a las empresas que cumplan esas recomendaciones o, en caso contrario, expliquen su falta de seguimiento.

La información sobre este tema aparece recogida en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC), que las empresas cotizadas españolas han de elaborar por exigencia de la CNMV y que constituye una excelente fuente de información sobre gobierno corporativo, si bien la enorme cantidad de datos que proporciona exige centrar bien los temas de estudio. Los IAGC comienzan a elaborarse a partir de 2013, si bien no es hasta 2015 cuando se comienza a exigir la información sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones, al menos de forma más sistemática y estricta; de ahí que el presente estudio se limite a los años 2015 y 2016.

El objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado consiste en determinar el grado de cumplimiento de esas recomendaciones por las empresas españolas, tratando de determinar si existen diferencias en función de la capitalización de las compañías y del sector de actividad, así como su evolución en los dos últimos años. También trata de conocer con mayor profundidad aquellas recomendaciones que se cumplen en menor medida y las explicaciones que las empresas ofrecen de esa falta de seguimiento. Junto a este objetivo empírico, el TFG ofrece una panorámica general sobre la evolución de los códigos de buen gobierno y los cambios que se han ido introduciendo.

Desde un punto de vista personal, la realización del TFG debe ayudarme a analizar en profundidad un aspecto de la realidad empresarial, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, mediante el estudio de la literatura pertinente y el manejo de información acerca de las compañías, en este caso referida al gobierno corporativo.

Este TFG se estructura en ocho bloques, aunque claramente se puede dividir en cinco grandes apartados. Tras esta introducción se lleva a cabo una revisión teórica sobre el gobierno corporativo. A continuación, se explica la metodología seguida y se pasa seguidamente al análisis empírico del grado de seguimiento de las recomendaciones por parte de las empresas cotizadas españolas. El trabajo finaliza con las principales conclusiones que se pueden extraer del estudio.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO

2.1 GOBIERNO CORPORATIVO.

En los últimos años, el declive y desaparición de algunas empresas ha venido provocado por graves escándalos relacionados con un comportamiento deshonesto de sus altos directivos o del Consejo de Administración (C.A.), seguido por la falta de buenas prácticas de gobierno corporativo (Ingley & Walt, 2005). En gran medida, pero no es una justificación, este tipo de actitudes y conductas han venido motivadas por el aumento de la rivalidad global y la creciente presión de los stakeholders, que han influido en la tarea de priorizar la búsqueda de ventajas competitivas sostenibles (Canals, 2004).

Todas estas razones, que proceden originariamente de la separación entre propiedad y control directivo de las organizaciones, junto con el avance de las empresas hacia una responsabilidad social más palpable (Johnson, Scholes, & Whittington, 2011), han intensificado la importancia de los gobiernos corporativos y la preocupación de la buena gestión por parte de accionistas y directivos.

Una de las más aceptadas definiciones de gobierno corporativo la encontramos en el Informe sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo en el Reino Unido, donde Sir Adrián Cadbury (1992) lo define así: 'El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se ejerce la dirección y el control de las empresas'.

Ilustración 1. El gobierno corporativo y el liderazgo.



Fuente: Directrices de la Asociación de Gobierno Corporativo del Commonwealth (1999).

2.1.1 Conflictos de intereses.

En muchas empresas, sobre todo en aquellas que han aumentado su tamaño o complejidad, se produce un fenómeno de separación entre la **propiedad** y **dirección**, que provoca y da lugar con frecuencia a una situación de divergencia de intereses y asimetría de información entre ambos grupos (Arruñada, 1990).

Entre los intereses de los directivos se encuentran componentes monetarios -retribuciones, incentivos- y no monetarios -promoción, autonomía, prestigio, poder- (Williamson, 1964), además de la propia seguridad o permanencia en la dirección.

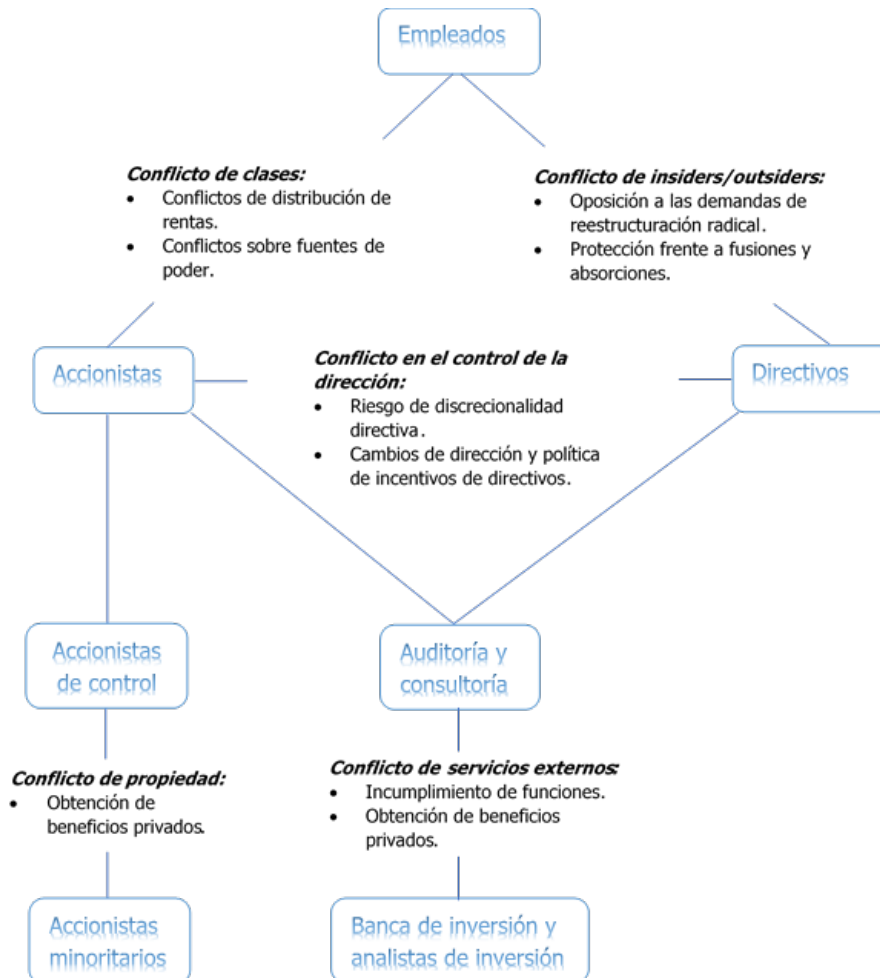
Estos intereses pueden entrar en conflicto con los objetivos de la propiedad, que se centran fundamentalmente en la rentabilidad y en la permanencia de la empresa, si discrepan entre sí y llevar a directivos y accionistas a una búsqueda de objetivos empresariales diferentes.

Según Johnson y Scholes (2011, pág. 71) algunos ejemplos de conflictos entre grupos de interés de la empresa pueden ser:

- Por parte de los accionistas: La consecución del objetivo de crecimiento a largo plazo provoca bajos niveles de rentabilidad a corto plazo.
- Entre accionistas y directivos: Pérdida de control de una empresa familiar por parte de sus propietarios al producirse el nombramiento de directivos profesionales.

En la figura 1, que aparece a continuación, se recogen más ejemplos de conflictos entre stakeholders.

Figura 1. Coaliciones y conflictos entre accionistas, directivos, empleados y empresas de auditoría y banca de inversión.



Fuente: Elaboración propia a partir de Johnson, Scholes y Whittington (2011)

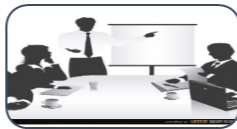
2.1.2 Mecanismos de control.

Ante el problema y necesidad de control de la dirección por parte de la propiedad, se considera fundamental compatibilizar o alinear los intereses de accionistas y directivos; y en todo caso, supervisar el comportamiento y decisiones de la dirección. Por tanto, es el gobierno de la empresa el encargado de solucionar los problemas existentes mediante mecanismos de control para conseguir la convergencia de intereses entre ambos agentes.

Los principales mecanismos pueden clasificarse en internos y externos (Navas & Guerras, 2012).

Tabla 1. Mecanismos de Control.

MECANISMOS DE CONTROL



Mecanismos Internos

- Supervisión Directa
- Sistemas de Incentivos



Mecanismos externos

- Mercado de Empresas
- Mercado de Capitales
- Mercado de Trabajo de Directivos
- Mercado de Bienes y Servicios finales

Fuente: Elaboración propia a partir de Navas y Guerras (2012).

Contextualizando el marco de estudio, según la parte del mundo y el marco institucional donde nos encontremos, hay dos modelos arquetipos de gobierno corporativo, que se diferencian por la utilización de distintos mecanismos de control (Grant, 2014).

- **Sistema Anglosajón**, basado en el control de los accionistas.
- **Sistema Continental**, con una mayor presencia de diferentes stakeholders.

En España, el modelo utilizado es el **Continental**, que se sirve de los mecanismos internos para verificar el buen funcionamiento del gobierno corporativo, frente al modelo **Anglosajón**, utilizado en EEUU o Gran Bretaña, que se centra sobre todo en los mecanismos externos, pues en estos países el mercado de capitales tiene gran relevancia para valorar las decisiones de las empresas y promover el cambio en la dirección de las mal gestionadas, mediante ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) (Gutiérrez, 2016).

En la siguiente tabla comparativa se resumen las principales características de cada modelo:

Tabla 2. Modelos de Gobierno Corporativo

	<i>Modelo Anglosajón</i>	<i>Modelo Continental</i>
Concentración de la propiedad	Baja	Alta
Principales mecanismos de control	Externos	Internos
Actores principales	Accionistas minoritarios e inversores institucionales	Accionistas mayoritarios y banca
Mercado de capitales	Muy líquido	Poco líquido
OPAs	Numerosas	Inusuales
Visión empresarial	Corto plazo	Largo plazo
Protección de los derechos de propiedad	Alta	Baja
Transparencia de la información	Alta	Baja
Objetivo empresarial	Maximización del valor para el accionista	Maximización del valor para todos los stakeholders

Fuente: (Gutiérrez, 2016, pág. 7)

Teniendo en cuenta la finalidad de este trabajo, nos centraremos en los **mecanismos internos**. Estos tienen su origen en la propia empresa y están diseñados por los propietarios para ejercer un control directo sobre los directivos de máximo nivel; control que estos ejecutivos deberán extender hasta directivos de menor nivel (Navas & Guerras, 2012).

Uno de los tipos de mecanismos internos es la **Supervisión Directa**, la cual consiste en el control continuo que la propiedad ejerce sobre sus directivos para vigilar que actúen y se comporten de acuerdo con sus intereses (Navas & Guerras, 2012). Se encuentran dentro de este mecanismo:

- El control del Consejo de Administración.
- El control de los accionistas mayoritarios.
- La contratación de consultores o auditores externos para ejercer tareas de control.
- La vigilancia mutua entre directivos.

A continuación, vamos a centrarnos en el análisis del Consejo de Administración que en la mayoría de los casos constituye la pieza clave del gobierno corporativo.

2.2 CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El Consejo de Administración es "el órgano básico de representación de los accionistas en la toma de decisiones delegando en él la dirección y control de la empresa" (Navas & Guerras, 2012, pág. 76)

Son diversas las **funciones** que realiza este Consejo. Las más relevantes pueden clasificarse en función de dos criterios:

a) Según Cuervo (1999), las funciones principales son las siguientes:

1. Controlar y evaluar a los directivos.
2. Asesorar a la dirección en la formulación y elección de estrategias de la empresa.
3. Aportar recursos a la empresa a través de los conocimientos e información de los consejeros.
4. Crear legitimidad social para el desarrollo de las actividades de la empresa.
5. Organizar el funcionamiento del Consejo y de las comisiones y autoevaluar sus funciones.

b) Según Navas y Guerras (2012), la función básica del Consejo es la supervisión general, integrada por tres responsabilidades:

1. Responsabilidad estratégica: Impulsar y orientar la política de la compañía.
2. Responsabilidad de vigilancia: Controlar las instancias de gestión.
3. Responsabilidad de comunicación: Servir de enlace con los accionistas.

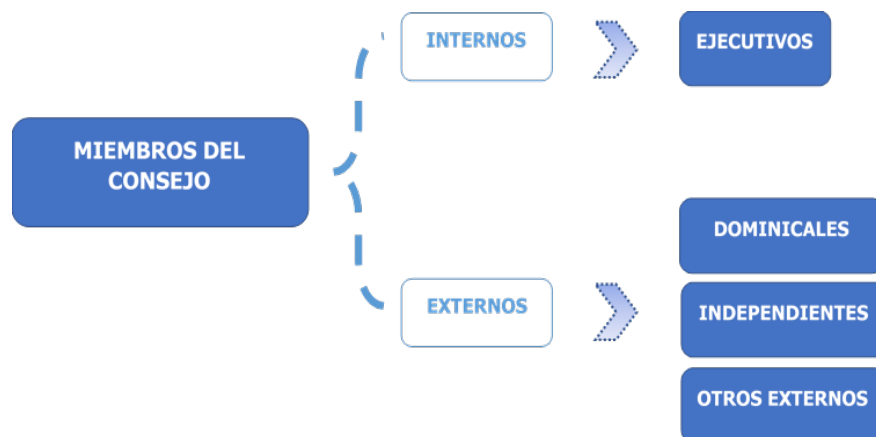
2.2.1 Tipos de miembros del Consejo.

La composición del Consejo y su tamaño son claves para su buen funcionamiento. En su composición puede haber distintos tipos de **consejeros** (Navas & Guerras, 2012):

1. **Internos:** también denominados ejecutivos, son aquellos que poseen un cargo directivo en la compañía y están implicados directamente en la gestión de la misma.
2. **Externos:** Representantes de los accionistas sin que sean directivos. Existen diferentes clases de externos:
 - Dominicales, que representan los intereses de los grupos accionariales capaces de influir en el control de las sociedades (accionistas significativos o de referencia).

- Independientes, que no están vinculados ni con el equipo directivo ni con los grupos de control, sino que se les selecciona por su alta capacitación profesional y se encargan de velar por los intereses de los accionistas minoritarios (*free float*). Su pertenencia al Consejo de la empresa proporciona a este tipo de consejeros la oportunidad de ejercer un control directo sobre el proceso de elaboración de la información contable que se va a comunicar a los accionistas (O´ Sullivan, 2000).
- Otros externos, que forman parte del Consejo, pero no pertenecen a ninguna de las categorías mencionadas con anterioridad. Es decir, puede darse el caso que un consejero dominical pierda su participación accionarial significativa pero no su condición de consejero, o un consejero ejecutivo deja de formar parte de la dirección de la empresa, pero sus vínculos profesionales no permiten integrarle con la condición de independiente. Todos estos casos formarían parte de la categoría de "otros externos" (CaixaBank, 2010).

Figura 2. Miembros del Consejo de Administración.



Fuente: Elaboración propia.

2.2.2 Pautas de buen gobierno.

La finalidad del Consejo de Administración es asegurar la supervivencia y solidez de la empresa a largo plazo, desde un punto de vista económico, competitivo y organizativo. Para alcanzar este fin el Consejo debe seguir ciertos principios. La propuesta de Jordi Canals (2004) en su artículo "Pautas de buen gobierno en los Consejos de Administración", incluye varios principios que su cumplimiento ayuda a la mejora de la reputación colectiva. Los **principios** son los siguientes:

■ **Transparencia.** La comunicación y difusión de información que proporciona a los inversores conocimiento de la situación financiera de la empresa y del comportamiento de las variables clave para su funcionamiento, así como de la existencia de posibles conflictos de

interés en el Consejo de Administración. Este principio obliga a dar visibilidad aquellos aspectos necesarios para el buen funcionamiento de los mercados de capitales; atributo que ha sido exigido por los recientes cambios en la legislación sobre Sociedades de Capital. La transparencia aporta confianza y resulta imprescindible para asegurar la continuidad y viabilidad de una empresa a largo plazo.

🏢 **División de funciones.** Las funciones del C.A. deben coordinarse con las tareas del Comité de Dirección. Las responsabilidades de cada uno de estos órganos tienen que ser conocidas, así como los procesos precisos de toma de decisiones y de adopción de los compromisos.

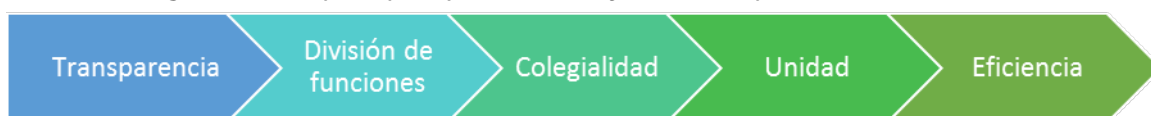
🏢 **Colegialidad.** Además del necesario liderazgo el Presidente, el Consejo debe contar con miembros que sean buenos profesionales y que estén involucrados en el trabajo del órgano, facilitando una toma de decisiones adecuada. La colegialidad exige que los asuntos puedan estudiarse con anterioridad y que no se sustraiga ningún tema que debe ser tratado por él.

🏢 **Unidad.** El consejo debe actuar como un equipo. Debe ser, ante accionistas y ante el comité de dirección, una referencia de criterio, de buena administración y no un altavoz de las opiniones individuales de los diferentes consejeros

🏢 **Eficiencia.** Hay que ser eficientes en el establecimiento y ejecución de los objetivos y prioridades. Para conseguir estos **objetivos**, podemos definir **siete grandes tareas** de un Consejo de Administración, necesarias para contribuir al desarrollo de la empresa a largo plazo.

1. Definición de la misión y de los valores de la empresa.
2. Aprobación de la estrategia que la empresa va a seguir.
3. Establecimiento de unos sistemas y procedimientos de información necesarios para la toma de decisiones del Consejo y para dar a conocer al inversor.
4. Desarrollo de la empresa como una institución de la sociedad, con su correspondiente responsabilidad, más allá de las estrictas responsabilidades legales.
5. Impulso, seguimiento, desarrollo y supervisión del comité de dirección.
6. Elección del consejero delegado o del primer ejecutivo de la empresa.
7. Evaluación del propio Consejo y de cada uno de sus miembros.

Figura 3. Principios que ayudan a la mejora de la reputación colectiva.



Fuente: Elaboración propia.

La aparente inutilidad de los Consejos de administración, debido a los escándalos corporativos de los últimos años y a su incapacidad para evitar su desarrollo, han subrayado ciertas disfuncionalidades del funcionamiento del Consejo, que se han intentado solucionar con una serie de **medidas**, aunque no han proporcionado una mejora continua ni definitiva del problema (Canals, 2004).

Una de las soluciones propuestas por Gran Bretaña y EEUU fue la separación de figuras del presidente y del consejero delegado, frente a la solución de otros países de defender la presencia de un determinado porcentaje de consejeros independientes.

La fundación Compromiso y Transparencia elaboró el documento titulado "Las 5 mejores y las cinco peores prácticas de gobierno de los Consejos administrativos de las empresas cotizadas 2013-2014" (Cavanna, 2014), en el cual recoge las actividades que han realizado las empresas cotizadas para conseguir un sistema de gobernanza eficaz que ayude a abordar adecuadamente los riesgos y a afrontar los futuros retos. En el análisis, destacan el Banco de Santander e Inditex por su información sobre las actividades de la Comisión de nombramientos y retribuciones (son las únicas empresas del Ibex35 que hacen pública la información sobre las actividades de las comisiones mencionadas), seguidos de Red Eléctrica por la transparencia y exhaustividad del apartado de gobierno corporativo en la página web de la sociedad, y de Iberdrola por proporcionar información relevante sobre el perfil de los candidatos propuestos para su nombramiento como consejeros independientes.

El Consejo de Administración tiene que velar por la creación de valor al proceso de toma de decisiones de la empresa (Peris-Ortiz, Rueda, De Souza, & Pérez, 2012), así como de dar una imagen de excelencia tanto interna como externa para el conjunto de la organización.

2.3 CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO.

2.3.1 Definición

Los Códigos de buen gobierno pretenden establecer mecanismos que garanticen o favorezcan la supervivencia de la empresa a largo plazo, así como la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la empresa. De esta forma se genera "el clima de confianza que requiere la eficiencia de la empresa y el progreso social", como explica en su introducción el Informe Aldama (2003). **Todos los Códigos de buen gobierno publicados en España persiguen los principios de transparencia, confianza y valor para el accionista** (Alonso, 2008).

Los Códigos de buen gobierno y la legislación inspirada en estos Códigos han impuesto grandes requerimientos de información a las empresas frente a los accionistas, principalmente sobre los órganos y prácticas de gobierno de las empresas, actuando de esta forma como sistemas de control del problema de agencia al que se enfrentan las compañías. Todas estas exigencias y recomendaciones tratan de desarrollar la transparencia, vigilar y aumentar el valor de la empresa y reducir los costes de agencia.

Los diferentes Códigos reconocen, como ingredientes básicos del gobierno de la sociedad: el control de los directivos por parte del Consejo; la composición, el tamaño del Consejo y sus comisiones; y el suministro de amplia información al mercado acerca de sus actividades y resultados. Estos elementos son medios para alcanzar mayor transparencia y mayor eficacia en las labores de supervisión y control que tiene encomendadas el Consejo y un incremento del valor para el accionista (Hoogendoorn, 2000).

2.3.2 Evolución de los Códigos de Buen Gobierno.

2.3.2.1 Cadbury

El final de la 'gran depresión' de 1929 propició en Estados Unidos las primeras reflexiones sobre el modo de dirigir las empresas, siendo la separación entre la propiedad y la gestión uno de los primeros problemas del gobierno de la empresa (Bueno, 2004). En 1987 se publica el informe Treadway, que fue el resultado del estudio que se había realizado, durante dos años, de los fraudes en la información fiscal que se estaban produciendo en la economía estadounidense, con la finalidad de identificar sus causas y poner medidas que trataran de evitarlo. Este informe recomienda a la SEC¹ que obligue a todas las sociedades cotizadas a constituir una Comisión de Auditoría en el seno de los Consejos de Administración para controlar mejor esas situaciones de fraude.

En 1991 se produce en Londres la quiebra del 'Bank of Credit and Commerce International' (BCCI) y el escándalo del 'affaire Maxwell', junto a otros casos de menor resonancia pública; cuestiones que reavivan de nuevo la preocupación y el interés por el gobierno de la empresa. La Bolsa de Londres, junto a otras instituciones preocupadas también por las negativas consecuencias que la crisis pudiera originar a la reputación de la City como primer centro financiero de Europa, constituye el 'Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance' que, presidido por Sir Adrian Cadbury, publicará el informe que lleva su nombre en diciembre de 1992.

¹ Security Exchange Commission

Se trata de un Código voluntario, aunque las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres tienen la obligación de hacer referencia al cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales. En el caso de incumplimiento, y dentro del contexto de la Junta General de Accionistas, deben dar cuenta de los motivos.

A partir de los Códigos ingleses, casi todos los mercados organizados han promovido sus propios Códigos de buen gobierno. En concreto **España** ha promulgado tres Códigos de buen gobierno: Olivencia (1998), Aldama (2003) y Código Unificado (2006) (Alonso, 2008), antecedentes del actual Código de buen gobierno de las Empresas Cotizadas de febrero de 2015.

2.3.2.2 Código Olivencia

Informe elaborado por la Comisión Especial constituida en virtud de Acuerdo del Consejo de Ministros, que fue dirigido y coordinado por el Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla, D. Manuel Olivencia. Este informe o Código fue hecho público en febrero de 1998, y en él se incorporaron buena parte de la tradición anglosajona de las prácticas de buen gobierno a las empresas cotizadas y los mercados de capitales en España. Las premisas de este informe partían de una consideración del gobierno de la empresa que enfatizaba la responsabilidad de la dirección y de los Consejos de Administración ante los accionistas de la sociedad (Comisión Aldama, 2003)

El documento llevaba por título El Gobierno de las Sociedades y en su parte final incluía el "Código de buen gobierno" (CBG), integrado por unas Consideraciones Generales y veintitrés recomendaciones, centradas en los Consejos de Administración (funciones, funcionamiento, composición, estructura, estatuto del consejero y conducta de estos) y en las relaciones de los Consejos con la Junta General, con los accionistas, los mercados y los auditores. En este informe se recomienda, por primera vez, la necesidad de implantar un cierto grado de transparencia y unos principios de lealtad en el gobierno de las sociedades (Bueno, 2004).

Por primera vez se introduce el principio conocido como "cumplir o explicar". Las sociedades tienen la virtud de disponer de un amplio grado de autonomía para estructurar la organización y funcionamiento de sus órganos de gobierno. Sin embargo, cuando dejan de estar en sintonía con los estándares de buen gobierno, establecidos o recomendados, deben aportar una explicación o motivación detallada de sus decisiones para que los mercados puedan valorarlas adecuadamente (Comisión Aldama, 2003).

El Código Olivencia destacaba el papel del consejero independiente como "aquel que hace valer en el Consejo los intereses del capital flotante" (Alonso, 2008, pág. 36).

2.3.2.3 Código Aldama

El interés y los cambios en el gobierno corporativo se aceleran y provocan que el informe Olivencia quede un tanto desfasado. La Comisión Aldama continúa con el trabajo realizado por la comisión presidida por el Catedrático sevillano, incorporando los cambios propuestos por la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero Español de 44/2002 de 22 de noviembre y, por tanto, da un paso más en la adaptación al proceso de cambio en que estaba inmerso el mercado de capitales español y en el que todavía se encuentra. Este informe se asienta sobre las bases del cumplimiento del principio de transparencia y del deber de informar, necesarios para el correcto funcionamiento de cualquier mercado de capitales y que deberían extenderse a la información sobre gobierno corporativo, que se ha convertido en información relevante para los partícipes del mercado. Al respecto, la comisión recomienda la elaboración de un "informe anual de gobierno corporativo" por el Consejo de Administración, previo informe de la Comisión de Auditoría y Control o, en su caso, de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Quizá la aportación más novedosa es la recomendación de actualizar el informe mediante las nuevas tecnologías de la información. Para facilitar su publicación y cumplir con el deber de información, el informe Aldama recomienda a las empresas que cotizan en bolsa que dispongan de una página web, planteando un contenido mínimo de información en relación con el gobierno corporativo que debería facilitarse en la misma. La Comisión mediante esta recomendación ha tenido en cuenta el importante desarrollo que está adquiriendo en los últimos años el "reporting corporativo"² (García & Suarez, 2005).

2.3.2.4 Código Unificado de Buen Gobierno

Por Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005, se encomendó a la CNMV, auxiliada por un Grupo de Trabajo Especial, la actualización de las recomendaciones contenidas en los Informes Olivencia y Aldama. El documento elaborado, que el Consejo de la CNMV aprobó en 2 de mayo de 2006, se denominó "Código Unificado de buen gobierno" (CUBG), también conocido como "Código CONTHE", en honor del Presidente de la CNMV de aquel momento.

El CUBG sigue las medidas de protección del accionista minoritario trazadas en el Código Olivencia y en el Informe Aldama, pero con importantes avances en esa senda.

Sobre la base de unos mismos principios, el CUBG representa un mayor desarrollo de las recomendaciones, respecto del Código Olivencia, en su alcance y en sus detalles, y a la vez utiliza los modernos medios de comunicación (con las páginas webs) para la más eficaz

² Según José Luis Blasco, el "Reporting corporativo" trata de desarrollar nuevos formatos de informes en los que la información se encuentre menos fragmentada y sea más relevante para aquellos a los que van destinados. (DIRCOM, 2013)

difusión de las informaciones, lo que es evidente que redundará en beneficio de los accionistas minoritarios.

Pero los principios en que se basa son constantes: una mayor responsabilidad del órgano de administración, como contrapeso a sus poderes; una mayor presencia de consejeros externos, como contrapeso al predominio de los ejecutivos; un mayor peso de los independientes, como contrapeso al conflicto capital-gestión y presencia de otros intereses, entre ellos, de los minoritarios; una mayor publicidad, como freno de la opacidad y mecanismo de información y de rendición de cuentas, no sólo a los accionistas, sino a los mercados, para que los inversores puedan motivar sus decisiones, de entrar o no, de salir o no de la sociedad que demanda sus recursos (Olivencia, 2011).

El Código Unificado ha incrementado la información que debe aparecer en la página Web de la sociedad respecto a los consejeros independientes y el proceso de selección debe realizarse por una comisión que se encargue de ello y justifique su propuesta (Bueno, 2004).

Tabla 3. Recomendaciones de los Códigos promulgados en España sobre composición, tamaño y estructura del Consejo de Administración³.

Código	Composición	Tamaño	Estructura
Olivencia	R3: mayoría de externos	R4: entre 5 y 15 miembros	R8: Que se constituya en Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento).
Aldama	Mayoría de externos y dentro de estos de independientes.	Un número razonable que garantice su operatividad	Que el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones especializadas.
Unificado	R10: mayoría de externos y al menos un tercio de independientes.	R9: entre 5 y 15 miembros	R42: Comisión delegada R44: Que el Consejo de Administración constituya en su seno, además del Comité de auditoría exigido por la Ley del Mercado de Valores, una Comisión, o dos comisiones separadas, de Nombramientos y Retribuciones.

Fuente: (Alonso, 2008, pág. 34)

³ 'R' hace referencia a 'recomendaciones' en los Códigos Olivencia y Unificado, sin embargo, en el Código Aldama no aparece porque no tenía esta denominación.

2.4 CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2015).

Este nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, elaborado con el apoyo y asesoramiento de una Comisión de expertos y aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 18 de febrero de 2015, responde plenamente a los objetivos de velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas para conducir las a las máximas cotas de competitividad; de generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; de mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas; y de asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor (CNMV, 2015).

A) Novedades de este Código.

Debemos destacar las siguientes novedades que se recogen en el actual Código (CNMV, 2015):

1. **Principios:** El Código de buen gobierno se ajusta a un nuevo formato: se parte de la distinción e identificación de una serie de principios que, en cada caso, inspiran las recomendaciones de carácter concreto y específico.

Estos principios se recogen de forma agrupada en el apartado II del Código de buen gobierno.

2. **Recomendaciones:** Un buen número de las recomendaciones del Código unificado de 2006 se han incorporado a normas legales (en cuestiones tales como las competencias exclusivas de la Junta General de Accionistas o del Consejo de administración, la votación separada de acuerdos, el fraccionamiento del voto, etc.), por lo que no forman parte de este Código de buen gobierno, al ser exigencias de obligado cumplimiento.

En el mismo sentido, las definiciones de las distintas categorías de consejeros han pasado a estar contenidas, primero, en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo y, más recientemente, en la modificación de la Ley de Sociedades de Capital, Ley 31/2014, de 3 de diciembre, no incluyéndose en este Código de buen gobierno.

3. **Responsabilidad Social Corporativa:** Finalmente, debe destacarse la incorporación de recomendaciones específicas en materia de responsabilidad social corporativa. El informe de 19 de mayo de 2006 del Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, excluyó expresamente de su ámbito los aspectos relativos a la responsabilidad social corporativa.

B) Características del Código de Buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Las características que definen este Código vienen señaladas en el informe "Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas" (CNMV, 2015) y son las siguientes:

1. Voluntariedad, ligada al principio de «cumplir o explicar».

La Comisión de expertos separó las mejoras de gobierno que debían ser incorporadas a normas legales de aquellas que debían mantenerse como recomendaciones de carácter voluntario, sujetas al principio de «cumplir o explicar». Estas últimas son las que se incorporan al Código.

La utilización de Códigos de buen gobierno de carácter voluntario junto con el principio de «cumplir o explicar» resalta su flexibilidad en el modo de ser aplicado y la posibilidad de constituirse en una referencia de buenas prácticas de gobierno corporativo.

De esta forma, el marco actual del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España debe valorarse considerando dos niveles:

- Por un lado, las *normas* de obligado cumplimiento incorporadas a la Ley de Sociedades de Capital y demás disposiciones legales aplicables.
- Por otro, las *recomendaciones* de buen gobierno contenidas en este Código, de carácter estrictamente voluntario, puesto que las cuestiones consideradas básicas e imprescindibles han quedado incorporadas a normas de obligado cumplimiento.

En concordancia con ese principio básico de voluntariedad, el Código de buen gobierno no reitera entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables. Por ello, omite recomendaciones que, precisas en otros países o incluidas en recomendaciones de la Comisión Europea, no son necesarias en España, al haber quedado incorporadas a nuestro ordenamiento jurídico.

De este modo, la legislación española deja a la libre decisión de cada sociedad seguir, o no, estas recomendaciones de gobierno corporativo y únicamente exige que, cuando no las sigan, expliquen los motivos que justifican su proceder, al objeto de que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgar estas razones.

Para el buen fin de este sistema, es importante que las explicaciones facilitadas por las sociedades en relación con las recomendaciones que no cumplan sean adecuadas.

Según la "Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»" (CNMV, 2016) las empresas deberían indicar claramente qué recomendaciones específicas no han aplicado y para cada caso de no aplicación de una recomendación individual deben:

- Explicar en qué sentido han desatendido esa recomendación.
- Describir las razones para ese incumplimiento y cómo se adoptó la decisión de quebrantar la recomendación.
- Cuando la no aplicación sea temporal, explicar cuándo se prevé atender una recomendación específica.
- Cuando proceda, describir la medida adoptada en lugar del cumplimiento de la recomendación y explicar cómo contribuye esa medida al logro del objetivo subyacente de la recomendación específica o del Código en su conjunto; o aclarar cómo contribuye a la buena gobernanza empresarial.

2. Evaluación por el mercado.

Las valoraciones de las aclaraciones que las sociedades cotizadas aportan sobre el incumplimiento o el cumplimiento parcial de las recomendaciones, les corresponderán a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados.

En consecuencia, el grado de cumplimiento no debe servir de base para eventuales resoluciones de la CNMV, pues otro tipo de actuación desvirtuaría el carácter estrictamente voluntario de las recomendaciones de este Código de buen gobierno.

3. Ámbito de aplicación.

El Código de buen gobierno está dirigido a las sociedades cotizadas, entendiéndose por tales aquellas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores.

Las recomendaciones están destinadas al conjunto de estas sociedades, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización (salvo aquellas en las que expresamente se indica que son de aplicación sólo a las sociedades cotizadas de mayor capitalización).

Sin embargo, algunas recomendaciones pueden resultar poco apropiadas o excesivamente onerosas para las empresas de menor tamaño. Si eso ocurriera, bastará con que las sociedades afectadas expliquen debidamente las razones y las opciones elegidas: su libertad y autonomía de organización quedan plenamente salvaguardadas.

Figura 4. Características del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.



Fuente: Elaboración propia.

2.4.1 Informe de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Cotizadas.

La CNMV publica anualmente el Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (Navas & Guerras, 2012), que ha sido elaborado por las propias sociedades.

Las empresas que cotizan en bolsa tienen la obligación cada año de redactar un informe que contenga información sobre diversos temas relativos al gobierno de la empresa, que se estructuran en los siguientes apartados:

1. **Datos identificativos**, referentes a la fecha del fin del ejercicio de referencia, el C.I.F, la denominación social y el dominio social.
2. **Estructura de la propiedad**. Incluye el Capital Social que posee la empresa, los titulares de las participaciones significativas, información relativa a los miembros del Consejo de Administración, etc.
3. **Junta General**. Recoge información relacionada con las normas aplicables a la modificación de los estatutos de la sociedad, los datos de asistencia a las juntas generales, si existe alguna restricción estatutaria que establezca un número mínimo de acciones necesarias para asistir a la junta, así como la dirección web donde se encuentra la información sobre gobierno corporativo.
4. **Estructura de la administración de la sociedad**. Dividida en dos bloques:
 - Consejo de Administración. Engloba el número de consejeros que lo forman, la categoría y el cargo del mismo, la fecha del primer y último nombramiento y el procedimiento de elección.

- Comisiones del Consejo de Administración. Existen dos tipos obligatorios: la Comisión de Auditoría y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones⁴, aunque la mayoría de las empresas tienen otras comisiones, normalmente la Comisión de Estrategia.
5. **Operaciones vinculadas y organizaciones intragrupo.** Explica el procedimiento para la aprobación de las operaciones con partes vinculadas si estas existieran, las detalla e indica el importe de estas operaciones, entre otros aspectos.
 6. **Sistemas de control y gestión de riesgo.** Trata sobre el alcance del Sistema de Gestión de riesgos de la sociedad, qué órganos son responsables de la elaboración y ejecución del Sistema, enumera los riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio y cuáles se han materializado durante el ejercicio, así como los planes de respuesta y supervisión para los principales riesgos de la entidad.
 7. **Sistemas internos de control y gestión de riesgo** en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF). Describe el entorno de control de la entidad, la evaluación de riesgos de la información financiera, las actividades de control, la información, comunicación y supervisión del funcionamiento del sistema.
 8. **Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.** Las empresas deben indicar el grado en qué cumplen esas recomendaciones, siguiendo el principio de “cumplir o explicar”.

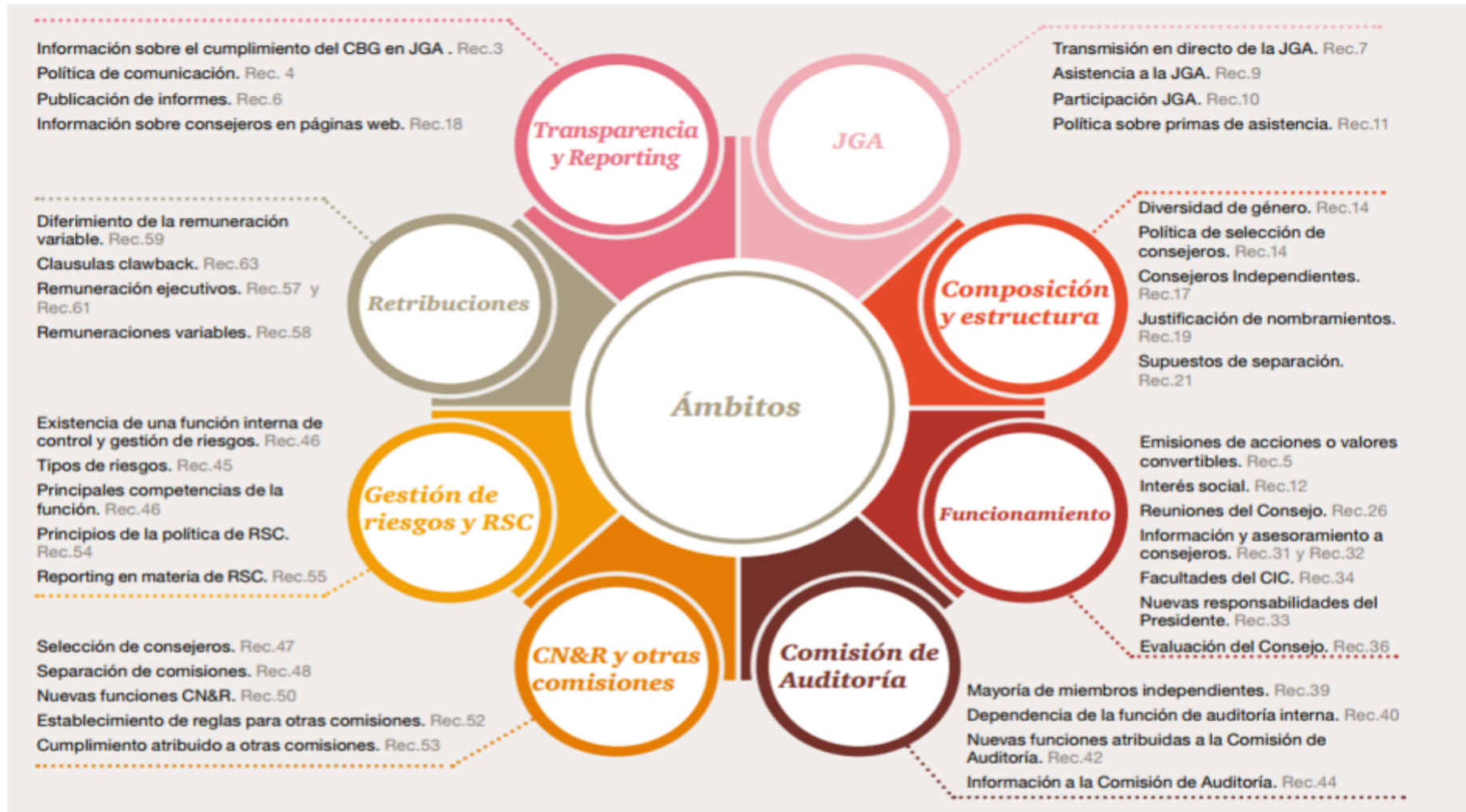
2.4.2 Principios y recomendaciones del Código de Buen Gobierno.

El Código que estamos analizando en profundidad está integrado por 64 recomendaciones, a diferencia del CUBG que disponía de 53. Los cambios que se han producido son, en primera instancia, la incorporación de 23 nuevas recomendaciones, 12 han sido suprimidas al agregar su contenido a la Ley de Sociedades de Capital y, por último, 21 han sido modificadas.

⁴ Su acrónimo es CN&R.

El cumplimiento de las recomendaciones del CBG: Un análisis de las empresas cotizadas españolas.

Figura 5. Principales novedades en las recomendaciones del Código de buen gobierno (2015).



Fuente: Extraído de "Consejos de Administración de empresas cotizadas" (PWC, 2015)

3 Metodología

El presente TFG combina la revisión teórica con un análisis empírico con el fin de conocer el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno (CNMV, 2015) por parte de las empresas cotizadas españolas.

Desde el punto de vista teórico, he utilizado diversos manuales de Dirección Estratégica, así como bibliografía específica sobre gobierno corporativo y las prácticas de buen gobierno seguidas por las empresas. Esta revisión ha permitido conocer la creciente importancia de estos temas en las empresas y mercados y la evolución seguida por los Códigos de buen gobierno en España.

Respecto al apartado empírico, los datos proceden fundamentalmente de los Informes de Gobierno Corporativo que las empresas cotizadas han de elaborar anualmente y que la CNMV pone a disposición de cualquier usuario. Para obtener la relación de empresas se ha acudido al listado de las sociedades cotizadas de Bolsa Madrid, que ofrece también datos del sector de actividad de la compañía.

El Informe Anual de Gobierno Corporativo (IACG) solicita información a las empresas acerca de la estructura de la propiedad, de la composición y funcionamiento del Consejo de Administración, de las remuneraciones de los consejeros y de la alta dirección y sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno, entre otras cuestiones. En este trabajo se hace un análisis de ese grado de cumplimiento en el ejercicio de 2016, último disponible, así como la evolución respecto al año anterior.

Para el desarrollo del estudio empírico hemos seguido una aproximación exploratoria, ante la cantidad de información a manejar y el desconocimiento de la cuestión a analizar. Por este motivo, hemos comenzado por las empresas del IBEX 35 como un primer hito del estudio. De estas empresas sólo hemos podido recopilar información de 34, pues la compañía ARCELORMITTAL no ha cumplido con la obligación establecida por la CNMV de entregar su IAGC. Una vez recopilada y analizada la información de estas sociedades, hemos continuado con el resto de empresas cotizadas, alcanzando una muestra final de 134 sociedades. En general se ha podido comprobar el alto grado de cumplimiento medio de las empresas cotizadas, así como el aumento de ese grado de cumplimiento entre 2015 y 2016.

La información para el conjunto de empresas corresponde al año 2015, debido a la falta de disponibilidad de datos para 2016 para una mayoría de empresas cotizadas. Aunque el envío del IAGC a la CNMV se ha de realizar en el primer trimestre el año, una mayoría de empresas

lo hace cuando la Junta de Accionistas aprueba las cuentas anuales y la gestión del Consejo de Administración, y esas Juntas se suelen celebrar en el mes de julio del año siguiente. De esta forma, el estudio de la evolución del grado de cumplimiento entre 2015 y 2016 se ha limitado a las empresas que forman parte del Ibex35. A efectos de análisis, y debido a las notables diferencias entre unas empresas y otras, hemos clasificado las empresas según distintos criterios para que los resultados sean más comparables. Así, hemos clasificado las compañías, como suele ser habitual en los estudios sobre empresas cotizadas, según la magnitud de la cotización. En función de este criterio, las sociedades se pueden categorizar en los siguientes grupos:

- **IBEX 35:** la Bolsa Madrid lo define como un “índice compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas, usado como referente nacional e internacional y subyacente en la contratación de productos derivados” (BolsaMadrid, 2017). Aunque hay empresas que siempre forman parte de este selecto grupo de compañías, como sucede con Telefónica, los grandes bancos o las grandes empresas energéticas, este conjunto va cambiando cada año en función de la capitalización de las empresas. No obstante, los cambios son mínimos y la base de empresas del IBEX35 suele ser muy estable.
- **MEDCAP:** Principales empresas de mediana y pequeña cotización que integran el Foro Medcap que cuentan con inversores institucionales, nacionales e internacionales.
- **SMALLCAP:** Empresas con menor cotización que las MEDCAP debido a su tamaño o a las dificultades financieras producidas por escándalos u otros motivos.

En la Tabla 4 se presentan algunos ejemplos de empresas que forman cada categoría.

Tabla 4. Clasificación de empresas según su cotización.

IBEX 35
•Inditex •Santander •BBVA •Telefonica •Iberdrola.
MEDCAP
•Liberbank •NH Hotel Group •Pescanova
MINCAP
•Abengoa •Naturhouse Health •Talgo

Fuente: Elaboración propia

Del mismo modo, y siguiendo la estructura del Código de buen gobierno, las recomendaciones se han agrupado en las seis grandes categorías que establece dicho Código. El contenido de cada una de esas clases es el siguiente:

Tabla 5. Recomendaciones gobierno corporativo.

ASPECTOS GENERALES
•Limitaciones estatutarias •Información sobre el seguimiento de las recomendaciones
JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS
•Transparencia •Asistencia y participación •Política sobre primas de asistencia
ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO CA
•Responsabilidad. •Estructura y composición. •Separación y dimisión de consejeros •Frecuencia reuniones y asistencia consejeros •Información y asesoramiento consejeros •Presidente y secretario •Evaluación
ORGANIZACIÓN CA
•Comisión ejecutiva y de auditoria •Control y gestión de riesgos •Comisión de nombramiento y retribuciones
RSC
REMUNERACIÓN

Fuente: Elaboración propia.

4 ANÁLISIS DE LAS RECOMENDACIONES DE LAS EMPRESAS COTIZADAS.

4.1 ANÁLISIS POR CATEGORÍA DE EMPRESAS.

Comenzamos por el análisis del conjunto de recomendaciones y de empresas, para alcanzar una primera visión general. No obstante, utilizamos el criterio de clasificación de la cotización para que esa imagen refleje en mayor medida la realidad. Así, tomando como base las 134 empresas analizadas, las agrupamos por categorías según la magnitud de su cotización, como se puede observar en la tabla 6. Los resultados muestran que el porcentaje medio de cumplimiento de las empresas del IBEX es del 81%, un 12% y 16% más que las empresas MEDCAP y SMALL CAP respectivamente. En números absolutos, las empresas que forman el Ibex35 tan solo explican o cumplen parcialmente por término medio 7 recomendaciones frente al total de 64, cumplirían 51 por término medio y tan solo 6 serían las no aplicables. Aunque se trata de un número y porcentaje reducido, hemos de tener en cuenta que se refiere a las empresas más importantes de España en términos de tamaño y de cotización, y se puede entender también en términos de gestión y gobierno corporativo.

El porcentaje medio para el conjunto de las empresas sigue siendo elevado. En promedio, las empresas cumplen el 70% de las recomendaciones (cumplen aproximadamente 45 de las 64 recomendaciones), y explican o cumplen parcialmente el 15% (porcentaje bajo, aproximadamente 10 recomendaciones).

Si nos centramos en las empresas del Ibex35, veinte empresas superan entre el 80% y el 95% de las recomendaciones, esto supone que el 59% de estas empresas cumplen más de 51 recomendaciones de las 64 existentes.

Las dos empresas con mayor cumplimiento son Bankinter y Santander, ambas superan 61 recomendaciones.

En el otro extremo, se encuentra AENA que alcanza el porcentaje más alto de explicación, con once recomendaciones que necesita justificar, relacionadas en su mayoría con la categoría de remuneración de su Consejo de Administración.

El cumplimiento de las recomendaciones del CBG: Un análisis de las empresas cotizadas españolas.

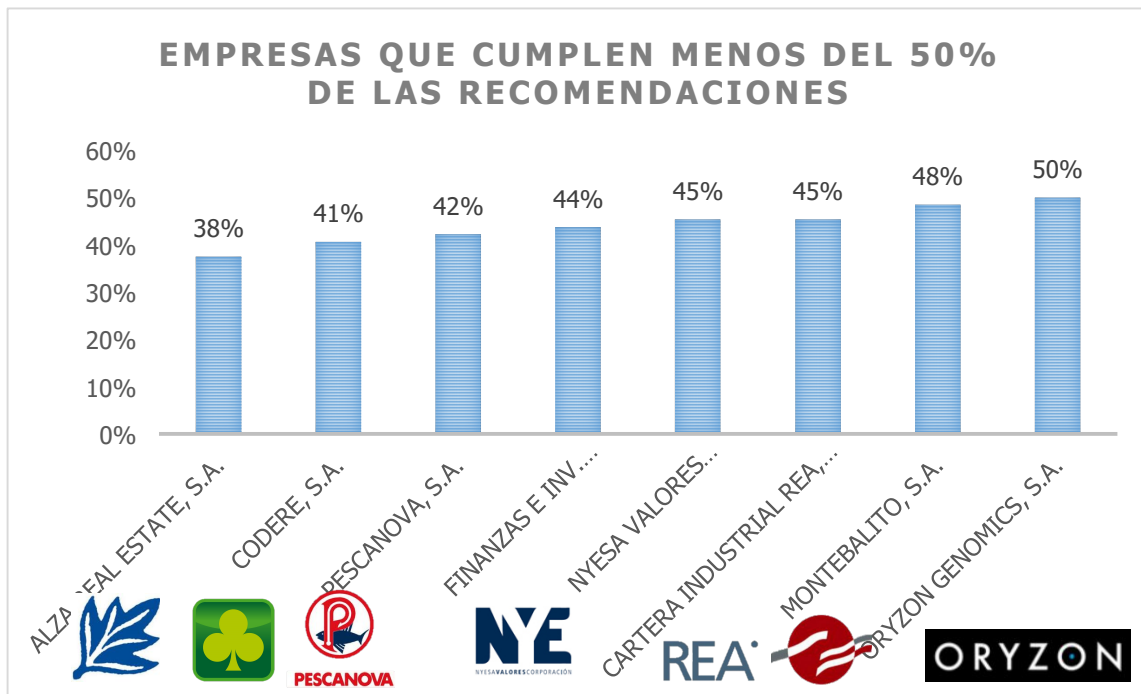
Tabla 6. Cumplimiento medio de las recomendaciones por parte de las empresas cotizadas.

2015						
	Nº EMP	CUMPLIMIENTO		EXPLICA	CUMPLIM. PARCIAL	N/A
		Mín-Máx	% medio	% medio	% medio	% medio
IBEX	34	59-95%	81%	4%	6%	9%
MEDCAP	41	42-89%	69%	8%	8%	15%
SMALLCAP	59	38-92%	65%	10%	8%	17%
TODAS	134		70%	7%	8%	15%

Fuente: Elaboración propia con datos de los IAGC de la CNMV.

La mayoría de las empresas cumplen más del 50% de las recomendaciones. En la tabla 7 se recogen las empresas que obtienen el porcentaje más bajo de cumplimiento de todas las analizadas. Tan solo 8 de las 134 empresas, el 10,72%, están por debajo del 50% de cumplimiento.

Tabla 7. Empresas que cumplen menos del 50% de las recomendaciones



Fuente: Elaboración propia con datos de los IAGC de la CNMV.

4.2 ANÁLISIS POR CATEGORÍA DE RECOMENDACIONES.

En segundo lugar, analizamos la información respecto a las categorías más relevantes de las recomendaciones de buen gobierno. En el Código, las recomendaciones se dividen en tres grupos:

- Aspectos Generales
- Junta de Accionistas
- Consejo de Administración

En función de la importancia del Consejo de Administración (en adelante CA) y al número de recomendaciones que se refieren a este órgano, hemos subdividido esta categoría en cuatro para que poder analizar mejor el grado de cumplimiento en cada una de ellas. Estas subcategorías son:

- Responsabilidad, estructura y composición, y funcionamiento del CA.
- Organización del CA
- Responsabilidad Social Corporativa (RSC)
- Remuneración consejeros.

La información obtenida de los IAGC de las empresas cotizadas correspondientes a 2015 notifica, considerando todas las organizaciones analizadas, un moderado seguimiento de las recomendaciones, ya que todas las categorías superan el 60% de cumplimiento medio. Las recomendaciones con más alto porcentaje se encuentran en la categoría de Responsabilidad Social Corporativa, quedando reflejada la actual importancia de esta cuestión para la mayoría de las empresas.

Sin embargo, con un análisis más detallado se puede afirmar que las empresas SMALL CAP son las que tienen un menor porcentaje de cumplimiento medio, destacando en este sentido negativo las recomendaciones referentes a la Junta General de Accionistas y las relativas a la Remuneración de consejeros, donde el cumplimiento medio se encuentra por debajo del 50%.

Tabla 8. Cumplimiento de las empresas según categorías de recomendaciones.

2015					
	TOTAL (134)	IBEX	MEDCAP	SMALL CAP	TEMAS TRATADOS
% CUMPLIMIENTO MEDIO					
ASPECTOS GENERALES	60%	66%	59%	63%	<ul style="list-style-type: none"> Limitación de votos Política de comunicación Transmisión en directo de las J.G.ACC.
J.G. ACCIONISTAS	65%	68%	56%	48%	<ul style="list-style-type: none"> Transparencia Derecho de asistencia y primas
FUNCIONAMIENTO CA	79%	86%	81%	76%	<ul style="list-style-type: none"> Estructura y composición Separación y dimisión de consejeros Presidente y secretario Evaluación
ORGANIZACIÓN CA.	73%	84%	71%	66%	<ul style="list-style-type: none"> Comisión ejecutiva y de auditoría Control y gestión de riesgos Comisión de nombramiento y retribuciones
RSC	84%	94%	65%	48%	<ul style="list-style-type: none"> Política adecuada de RSC que incluya los principios o compromisos de la empresa
REMUNERACIÓN	73%	75%	55%	44%	<ul style="list-style-type: none"> Porcentaje relevante de la remuneración variable de los ejecutivos vinculado a la entrega de acciones
TOTAL RECOMENDACIONES	72%	79%	64%	58%	

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla aparecen marcados aquellos porcentajes que destacan por encima o por debajo de la media.

4.3 ANÁLISIS POR SECTORES Y CATEGORÍA DE RECOMENDACIONES.

Centrándonos en las empresas del Ibex35, para las cuales disponemos de los datos relativos a 2015 y 2016, la tabla 9 recoge el grado de cumplimiento según el sector de actividad de las compañías y la categoría de recomendaciones, así como la evolución de los porcentajes.

Considerando los datos globales, el grado de cumplimiento ha crecido en 2016 respecto a 2015 en dos puntos porcentuales, lo que resulta un aumento significativo puesto que haya tenido lugar en tan sólo un año. Este dato refleja la voluntad de estas compañías por cumplir esas recomendaciones, como una señal de buen gobierno para los mercados. Son los sectores de Servicios Financieros e Inmobiliarios, Petróleo y Energía, y Bienes de Consumo los que más han crecido y los que se sitúan en los mayores niveles de cumplimiento (aproximadamente cumplen 58/64 recomendaciones de media). El elevado porcentaje de cumplimiento en el sector financiero e inmobiliario se debe, en parte, al control y regulación de estas actividades, además de la imagen de transparencia que deben transmitir a sus inversores, entre otros muchos factores (Fernandez, 2015).

El porcentaje más alto se encuentra en las recomendaciones relacionadas con la RSC, con un 100% de cumplimiento en todos los sectores de actividad en 2016. Las recomendaciones en este tema implican que las empresas incluyan en su política de RSC los principios y compromisos de la empresa tales como los objetivos, la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, medioambiente y cuestiones sociales, además de comunicar en el informe de gestión o en un documento separado estos asuntos. Las empresas se encuentran claramente volcadas en el cumplimiento de estos principios, tal vez porque suponen cambios menos conflictivos que los requeridos cuando se habla de composición del CA o funcionamiento de la Junta de Accionistas.

El cumplimiento de las recomendaciones del CBG: Un análisis de las empresas cotizadas españolas.

Tabla 9. Cumplimiento por categoría de recomendaciones y por sectores de actividad de las empresas del Ibex35.

PORCENTAJE DE CUMPLIMIENTO GLOBAL, POR RECOMENDACIONES Y POR SECTORES DE ACTIVIDAD DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35														
	IBEX 35		1. Petróleo y Energía		2. Mat. Básicos, Industria y Construcción		3. Bienes de Consumo		4. Servicios de Consumo		5. Servicios Financieros e Inmobiliarios		6. Tecnología y Telecomunicaciones	
	Año	15	16	15	16	15	16	15	16	15	16	15	16	15
Clasif. Global Recomendaciones	79%	81%	83%	84%	78%	79%	83%	82%	75%	77%	88%	90%	74%	77%
ASPECTOS GENERALES	66%	72%	68%	68%	54%	66%	67%	80%	63%	70%	78%	78%	65%	75%
JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS	68%	70%	77%	80%	71%	71%	61%	67%	61%	67%	72%	72%	54%	54%
FUNCIONAMIENTO C.ADM.	86%	86%	86%	85%	83%	83%	91%	87%	83%	83%	92%	94%	77%	82%
ORGANIZACIÓN C.ADM.	84%	84%	88%	89%	82%	82%	86%	84%	78%	77%	90%	92%	76%	75%
RSC	94%	99%	100%	100%	93%	100%	100%	100%	83%	92%	100%	100%	88%	100%
REMUNERACIÓN	75%	77%	73%	80%	71%	70%	74%	74%	61%	63%	89%	91%	78%	81%

Fuente: Elaboración propia.

4.4 ANÁLISIS POR TIPOS DE EMPRESAS Y SECTORES DE ACTIVIDAD.

Como último análisis global, consideramos conjuntamente los distintos sectores de actividad y los tipos de empresas cotizadas, en función de su pertenencia o no al Ibex35.

Como era de esperar, todas las empresas del Ibex35, con independencia del sector de actividad, alcanzan valores de cumplimiento muy elevados, siendo especialmente destacables en los **Servicios Financieros e Inmobiliarios**, con un cumplimiento medio del 88% (empresas como CaixaBank, Santander, entre otras), y las compañías dedicadas al **Petróleo y la Energía** (Repsol, Red Eléctrica, etc.).

Si atendemos al seguimiento del resto de empresas cotizadas, cabe recalcar el alto porcentaje del sector de los Servicios de Consumo, con empresas como NH Hotel y Edreams. En sentido inverso, destaca el relativo bajo cumplimiento de las empresas de Tecnología y Telecomunicaciones, entre las del Ibex35, y de las de Materiales Básicos, Industria y Construcción, y Bienes de Consumo, en el resto de sociedades. En todo caso, las diferencias no son significativas, según pone de manifiesto el análisis X^2 que hemos realizado ($p \geq 0,1$).

Tabla 10. Cumplimiento de las recomendaciones según el sector de actividad y categoría de empresas.

	1. Petróleo y Energía	2. Mat. Básicos, Industria y Construcción	3. Bienes de Consumo	4. Servicios de Consumo	5. Servicios Financieros e Inmobiliarios	6. Tecnología y Telecomunicaciones
IBEX						
N EMP	8	7	3	6	9	4
% CUMP	83%	78%	83%	75%	88%	74%
100 EMPRESAS COTIZADAS						
N EMP	2	26	26	14	28	4
% CUMP	80%	66%	66%	73%	63%	70%
TODAS						
N EMP	7	33	29	20	37	8
% CUMP	82%	68%	68%	74%	69%	72%

Fuente: Elaboración propia.

5 ANÁLISIS DETALLADO DEL CUMPLIMIENTO / INCUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES.

Una vez revisado el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código, centramos la atención en aquellas que suscitan un mayor interés, bien por su bajo seguimiento entre las empresas o por el interés que despiertan entre los stakeholders, pues ayudan a mejorar la imagen pública que tienen las empresas y reflejan una mayor transparencia de cara a los inversores.

En la tabla 11 aparecen referenciadas esas cinco recomendaciones, así como el número de empresas que todavía no han seguido las indicaciones del Código y no cumplen con ellas. En todo caso, es preciso destacar que el número de sociedades es relativamente bajo en comparación con aquellas que cumplen. Como se puede observar, existen notables diferencias entre las empresas del IBEX y el resto de compañías en algunas de esas recomendaciones.

Así, en las número 6 y 7, que se refieren a la publicación de los informes en la página web de la compañía y a la transmisión en directo de las JGA a través de la web, las empresas del Ibex35 prácticamente todas cumplen esas recomendaciones, mientras que el grado de seguimiento en el resto de las empresas es muy bajo.

La causa hay que buscarla tanto en la composición accionarial de unas empresas y otras, con la presencia de numerosos accionistas y fondos internacionales en las empresas del Ibex35, como en la diferencia de medios tecnológicos entre las compañías. No obstante, la creciente tendencia hacia la transparencia hará que un mayor número de empresas sigan estas recomendaciones.

Tabla 11. Número de empresas que explican o cumplen parcialmente algunas recomendaciones destacadas en el año 2015.

	IBEX	100 EMP	TOTAL	%
6. Publicación de los informes ⁵ en la página web.	1	76	77	57%
7. Transmisión en directo de las juntas generales de accionistas (página web).	4	85	89	66%
13. Dimensiones recomendadas del C.A.: 5-15 miembros ⁶ .	3	5	8	6%
14. Política de selección de consejeras concreta y verificable que contemple el objetivo de contar con el 30% de consejeras en el 2020.	11	50	61	46%
17. Consejeros independientes: 1/3 del total o la mitad del total de consejeros según las características de la sociedad.	0	37	37	28%

Fuente: Elaboración propia, con datos recopilados de los Informes de Gobierno corporativo del año 2015.

Seguidamente analizaremos la evolución de estas recomendaciones centrándonos en las empresas del Ibex35. El análisis es relevante porque las empresas necesitan actualmente transmitir confianza y fiabilidad a sus inversores y demás stakeholders, con el fin de conseguir su apoyo y vinculación que permitirá, finalmente, mejorar sus beneficios económicos, así como sus cotizaciones.

⁵ Informe sobre la independencia del auditor, Informe sobre la RSC, entre otros.

⁶ Aunque esta recomendación es seguida por la mayoría de empresas, se incluye en la tabla porque será objeto de un análisis posterior.

5.1 VARIACIONES MÁS PRONUNCIADAS EN EL CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES ENTRE LAS EMPRESAS DEL IBEX35.

La compañía que mayor crecimiento ha experimentado en el cumplimiento de las recomendaciones es **MAPFRE**. El ranking que evalúa a las empresas españolas con mejor comportamiento ético, Merco Responsabilidad y Gobierno Corporativo, la ha situado en el quinto puesto en el año 2016. La compañía muestra una subida de seis posiciones respecto al ranking de 2015 (Estrella Digital, 2017). Este cambio positivo probablemente se inserta en su interés por un mayor cumplimiento de las recomendaciones del CBG, pues en tan sólo un año ha seguido 11 recomendaciones que anteriormente no cumplía. En sentido inverso, destaca el caso de Inditex que ha reducido el número de recomendaciones que cumplía, si bien su grado de seguimiento continúa siendo muy elevado.

Tabla 12. Empresas Ibex que más han variado en su grado de cumplimiento de las recomendaciones.

	2015	2016	VARIACIÓN
MAPFRE	72%	89,06%	24% ⁷
CELLNEX TELECOM	59%	67,19%	13%
MEDIASET	66%	73,44%	12%
ACCIONA	77%	82,81%	8%
GRIFOLS	73%	78,13%	6%
INDITEX	89%	82,81%	-7%

Fuente: Elaboración propia.

5.2 RECOMENDACIÓN 13: TAMAÑO O NÚMERO DE MIEMBROS DEL CA.

Esta recomendación trata sobre la **dimensión** del CA, considerando aconsejable entre cinco y quince miembros. El tamaño es importante para favorecer una discusión abierta y fluida de los asuntos a tratar y, por tanto, favorece la eficacia en el funcionamiento de este órgano. Un CA muy extenso dificulta la participación de todos sus miembros, mientras que uno muy reducido no refleja la diversidad de intereses y sensibilidades que existen, o pueden existir, en el accionariado de una sociedad (Navas & Guerras, 2012).

La tendencia hacia la reducción del tamaño de sus Consejos es clara, como pone de manifiesto los números de los últimos años. Las compañías que tienen 15 o menos consejeros rondan el

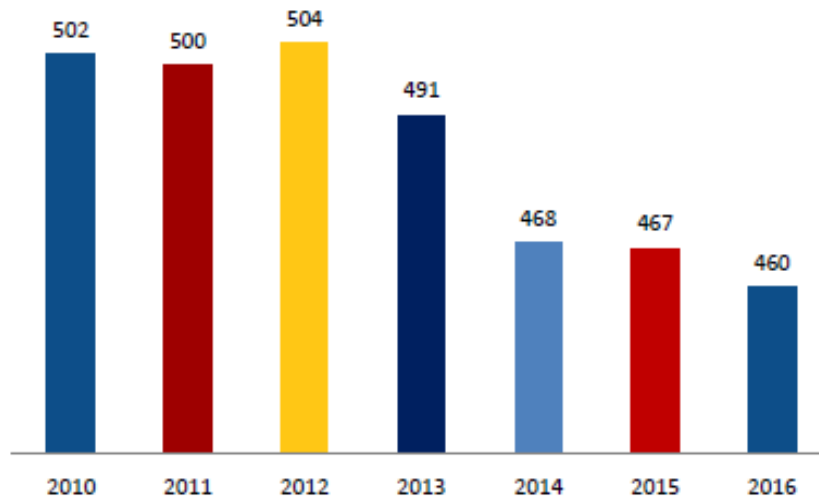
⁷ Variación porcentual obtenida de $\frac{\%2016 - \%2015}{\%2015} \times 100$

83%, pasando de 467 a 460 el número de consejeros (IESE Business School University of Navarra, 2017).

En los Estatutos de las sociedades es normal establecer una cifra máxima y mínima de consejeros. La cifra total estatutaria de consejeros (mínimo de todos los estatutos 242 y máximo 546) es muy superior al mínimo establecido en el CGB, pero el número efectivo o real de consejeros se va alejando, año tras año, del máximo.

El tamaño del Consejo de las sociedades del Ibex35 se mantiene entre un mínimo de 9⁸ y un máximo de 19⁹ miembros.

Tabla 13. Número total de consejeros a lo largo de los últimos siete años (2010-2016)



Fuente: Elaborado por "IESE Business School en el XII informe juntas generales de accionistas 2016" (2017).

Tan solo superan los 15 miembros 6 compañías del Índice: Repsol, CaixaBank, Telefónica, ACS, Mapfre y Gas natural. No obstante, ninguna de las 35 empresas cuenta con cinco o menos miembros en su principal órgano de gobierno.

⁸ Dia.

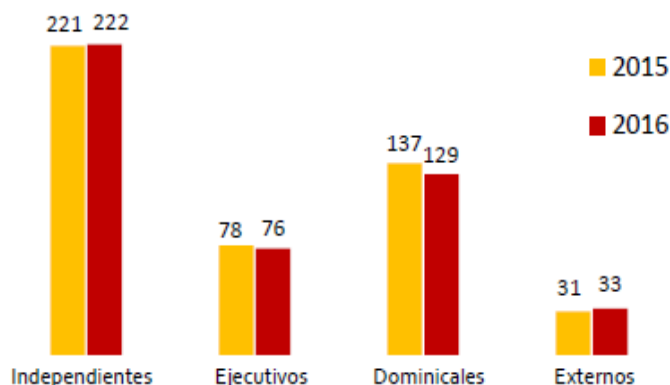
⁹ Mapfre.

5.3 RECOMENDACIÓN 17: NÚMERO DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES.

Respecto a la composición del Consejo, 21 de las 35 cotizadas (60%) cuenta en 2016 con, al menos, un 50% de independientes, superando así lo establecido en el Código de buen gobierno, que fija en un 50% del total el número de independientes (IESE Business School University of Navarra, 2017)

Este porcentaje de independientes se reduce en el caso de las sociedades que no son de elevada cotización, donde el número de consejeros independientes deberá estar constituido, al menos por un tercio del total de consejeros.

Ilustración 2. Tipología de consejeros



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el XII informe juntas generales de accionistas 2016, (2017)

Los **consejeros independientes** son la categoría con mayor representación y la que más aumento ha tenido en las empresas analizadas, pasando del 47,32% en 2015 al **48,91% en 2016**. Esta evolución ha producido, lógicamente, la disminución de los **consejeros ejecutivos** y **dominicales**, que actualmente representan el 16,08% y el 27,82%, respectivamente.

Cabe resaltar que la representación de **otros consejeros externos** también se ha incrementado hasta el **7,17%** en 2016 frente al 6,21% del 2015. Este tipo de consejeros representan situaciones especiales, que reflejan el deseo de consejeros y del Presidente de mantener en su puesto a personas que han tenido este puesto durante años y se resisten a perder tal condición. Este grupo de consejeros está constituido por antiguos ejecutivos que han dejado de prestar sus servicios por jubilación o cambio de estatus, o por dominicales que se mantienen como miembros del consejo a pesar de la disminución de porcentaje del capital de los accionistas que representan, o bien consejeros independientes que ya han terminado el período de su nombramiento como tal tipo de consejero.

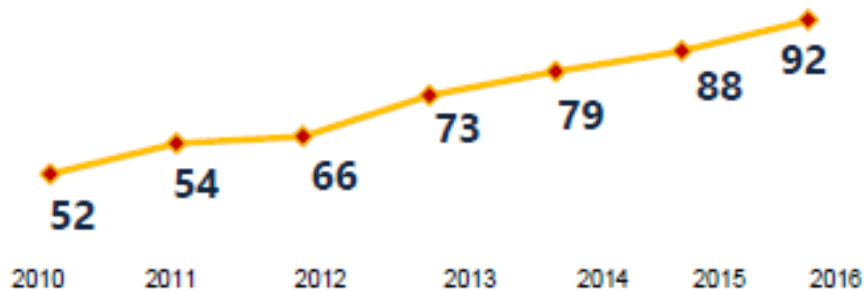
5.4 RECOMENDACIÓN 14: PROPÓSITO 2020 30% DE CONSEJERAS EN LOS CA.

La tendencia durante los últimos siete años ha sido alcista, llegando a las 92 consejeras que actualmente existen en los CA de las empresas cotizadas y que representan el 20% del total de consejeros. En los últimos dos años su aumento ha sido del 4,55%, pasando de 88 a 92 consejeras.

Respecto al año 2008, la cifra de 2016 es más de tres veces superior. En el año de comienzo de la crisis en nuestro país había tan sólo 26 mujeres en los CA de las empresas del Ibex.

El número de mujeres presente en los consejos fluctúa entre un mínimo de 0 y un máximo de 5, cifras que no han variado en 2016 respecto 2015.

Ilustración 3. Número de consejeras durante los últimos siete años (2010-2016)



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el XII informe juntas generales de accionistas de 2016. (2017)

En la ilustración 4 encontramos explicaciones que dan algunas de las empresas (elegida una de cada sector de actividad) de la falta de cumplimiento de esta recomendación.

Ilustración 4. Explicación del no cumplimiento de la recomendación 14.

	<p>"[...] Deberá procurarse que las propuestas favorezcan la diversidad en el seno del Consejo por lo que deberán orientarse a una preferente incorporación de mujeres al Consejo y de personas que por su nacionalidad o experiencia tengan una proyección profesional internacional, acorde con la nueva estrategia de la Compañía [...]"</p>	ENAGAS, CNMV (2015)
	<p>"No se cumple el objetivo explícito de que el número de consejeras represente al menos el 30%."</p>	ACS, CNMV (2015)
	<p>"[...] el actual consejo de administración tiene la intención de proponer a sus accionistas la adopción de las medidas adecuadas para la conformación de un consejo apropiado y dimensionado a la estructura de la sociedad resultante del mencionado proceso."</p>	PESCANOVA, CNMV (2015)
	<p>"[...] los procedimientos de selección de consejeros tienen en cuenta el favorecimiento de la diversidad de conocimientos, experiencias y género y la concreta composición del Consejo, en la que la Comisión de Nombramientos y Retribuciones participa activamente junto con el Consejo de Administración, determinando las necesidades."</p>	MELIÁ HOTELS, CNMV (2015)
	<p>"Desde un punto de vista práctico, la rotación de miembros del Consejo de Administración no ha requerido hasta la fecha la elaboración de dicha política. Sin perjuicio de ello, dentro de la reflexión acerca del sistema de gobierno corporativo de la Sociedad, se está valorando la conveniencia de elaborar dichas políticas."</p>	VIDRALA, CNMV (2015)
	<p>"No existe a la fecha una política ad-hoc aprobada por el Consejo de Administración, distinta de las reglas contenidas en el Reglamento del Consejo, que, en todo caso, sirven de base para las propuestas de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones y del Consejo de Administración, en su caso. Con carácter previo al nombramiento y/o reelección de consejeros, tanto independientes como otros externos, se obtienen los informes oportunos que justifican la propuesta a la junta de accionistas, informes que se hacen públicos a la fecha de convocatoria de la misma."</p>	AMADEUS IT GROUP, CNMV (2015)

Fuente: Elaboración propia con datos del IAGC (CNMV, 2015)

6 NUEVAS TECNOLOGÍAS Y TRANSPARENCIA EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN.

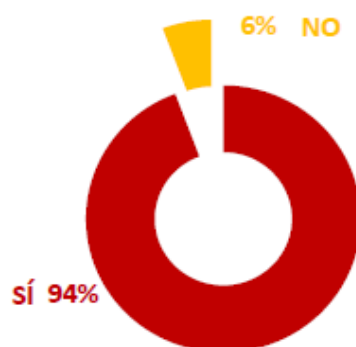
El dinamismo de los mercados, impulsado por la globalización y la transformación digital, constituye uno de los factores que conlleva la complejidad del entorno regulatorio actual, junto a la incertidumbre política vivida en los últimos años en nuestro país y los cambios que están teniendo lugar en el mundo occidental. Esta modificación del entorno lleva al aumento del nivel de exigencia al que los consejos de administración deben responder para competir con otras empresas.

En un momento en el que muchas de las amenazas y oportunidades se trasladan al ámbito cibernético, la brecha entre las habilidades habituales en los consejos y las que requiere el nuevo panorama se agranda y éstos tienen que adquirir las capacidades y habilidades necesarias para adaptarse a la nueva situación que les rodea (Durán, 2017).

La digitalización ha de ser el apoyo de la estrategia de cualquier empresa y, por tanto, es imprescindible que los miembros del consejo de administración se formen, comprendan y usen las nuevas tecnologías (*big data*, redes sociales, etc.) y sean capaces de implementar modelos desafiantes de negocio (Ruíz, 2017).

Analizando los datos recabados por IESE Business School (2017), observamos que las redes sociales son cada año más utilizadas por las empresas del Índice, pues un 94% de ellas las ha empleado en 2016 para difundir la JGA. Se ha producido un incremento, en comparación con el porcentaje del año anterior (65,71%), del casi 30% en tan solo un año, lo que resulta especialmente significativo y muestra el interés de las compañías por cumplir las recomendaciones del CBG, sobre todo aquellas que no implican cambios en la composición del CA o en las prácticas habituales de las sociedades.

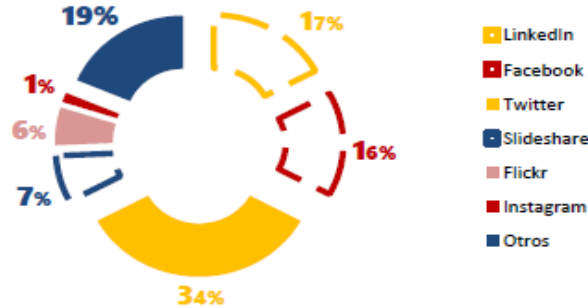
Ilustración 5. Difusión a través de las Redes Sociales (2016)



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el "XII informe juntas generales de accionistas de 2016". (2017)

Las redes más usadas son **Twitter (34,3%)**, **LinkedIn (17,1%)** y **Facebook (15,7%)**. El uso de Twitter para esta labor ha sido el que más aumento ha producido, siendo su porcentaje del año anterior de un 23%.

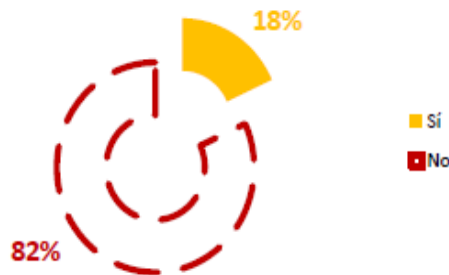
Ilustración 6. Redes Sociales



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el "XII informe juntas generales de accionistas de 2016". (2017)

También se ha incrementado el número de empresas que han retransmitido vía **streaming** sus Juntas, hasta sumar un total de **29** (25 en 2015), y de ellas 26 comunicaron a sus accionistas o analistas la posibilidad de seguir la Junta a través de streaming o de redes sociales. Además, 6 de estas compañías disponen de una aplicación móvil para sus accionistas

Ilustración 7. Sociedades que disponen de aplicación móvil para accionistas.



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el "XII informe juntas generales de accionistas de 2016". (2017)

Uno de los asuntos o aspectos con más trascendencia a la hora de establecer una nueva relación con los grupos de interés es la **transparencia**. De hecho, las nuevas normas establecidas en la LSC han puesto el foco en la obligación de las compañías de mejorar su rendición de cuentas mediante mecanismos que aumenten el escrutinio público y garanticen que la compañía cumple tanto con la normativa como con sus compromisos (PWC, 2016).

En 2016, 26 compañías, el **81,3%**, han dedicado un apartado específico a informar con claridad el **grado de cumplimiento** de las recomendaciones del **Código** durante la celebración de la Junta General. No obstante, este número aumentará en los próximos años debido al carácter obligatorio que en poco tiempo tendrá esta recomendación.

Ilustración 8. Compañías que informan del cumplimiento del Código de buen gobierno.



Fuente: Elaborado por IESE Business School en el "XII informe juntas generales de accionistas de 2016". (2017)

Respecto a la transmisión de la Junta al público, si analizamos los **periódicos económicos en papel** es Expansión el que más información ha publicado sobre las Juntas (85,71%), seguido de El Economista (80%) y Cinco Días (68,75%).

Finalmente, en la tabla 14 podemos apreciar el número de empresas que no cumplen las recomendaciones 6 y 7, número bastante alto si hablamos de las empresas cotizadas (77 y 89 respectivamente, de 100) y algunas explicaciones que dan las organizaciones de los motivos en la ilustración 9.

Tabla 14. Análisis de las recomendaciones 6 y 7.

		R6		R7	
		Nº	%	Nº	%
TOTAL (134)	CUMP.	57	43%	45	34%
	EXP. + C. PARC.	77	57%	89	66%
IBEX	CUMP.	27	79%	25	74%
	EXP. + C. PARC.	7	21%	9	26%
100 EMP COTZ	CUMP.	30	30%	20	20%
	EXP. + C. PARC.	70	70%	80	80%

Fuente: Elaboración propia con datos de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (CNMV, 2015).

Ilustración 9. Explicaciones del no cumplimiento de las recomendaciones 6 y 7.

REC. 6	REC. 7
 <p>“La Sociedad publica en su página web con antelación a la Junta de Accionistas el informe de funcionamiento de las comisiones.”</p> <p>AMPER, CNMV (2015)</p>	 <p>“En el momento de la celebración de la Junta, no se consideró oportuno la retransmisión en directo a través de la página web y la compañía está valorando actualmente la posibilidad de facilitar este tipo de retransmisión para la próxima Junta General.”</p> <p>AMPER, CNMV (2015)</p>
 <p>“La sociedad no elabora tales informes.”</p> <p>PESCANOVA, CNMV (2015)</p>	 <p>“[...]Si bien a través de diversos canales se ha fomentado la información y la participación en las juntas de accionistas, no se ha considerado como una cuestión prioritaria la retransmisión en directo de la junta a través de la web.”</p> <p>PESCANOVA, CNMV (2015)</p>
 <p>“La Sociedad se encuentra actualmente valorando la oportunidad de la elaboración de los referidos informes, en el marco de una reflexión más profunda sobre el sistema de gobierno corporativo de la misma.”</p> <p>VIDRALA, CNMV (2015)</p>	 <p>“Como consecuencia de la composición del capital social de la compañía, se entiende que la retransmisión en directo a través de la web de la Junta General no es una demanda por parte de los accionistas.”</p> <p>VIDRALA, CNMV (2015)</p>

Fuente: Elaboración propia con datos del IAGC (CNMV, 2015).

7 CONCLUSIÓN

El presente Trabajo de Fin de Grado ha llevado a cabo un estudio descriptivo sobre Gobierno Corporativo en las empresas españolas, centrandó su atención en el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las sociedades cotizadas. Se ha utilizado la población de compañías que tienen la obligación de elaborar el Informe Anual de Gobierno Corporativo exigido por la CNMV, un total de 134 empresas. En dicho informe, las sociedades han de indicar si cumplen o no cada recomendación, y en caso negativo explicar las razones.

La aplicación de un **Código de buen gobierno** constituye una garantía para inversores y otros stakeholders de que la empresa se está esforzando por mejorar su gestión y gobierno, generando la confianza necesaria para que la empresa pueda alcanzar un crecimiento sostenible en el medio y largo plazo, mediante la atracción de financiación, de talento y el fomento de la imagen de la empresa. Según la Presidenta de la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los diputados y antigua presidenta de la CNMV, Elvira Rodríguez Herrera, **“los avances en gobierno corporativo hacen a las empresas más atractivas como negocio, más sostenible económicamente y, por lo tanto, más competitivas”** (Deloitte, 2017).

En los últimos años se ha asistido, tanto a nivel nacional como internacional, a un aumento considerable de la regulación en materia de **gobierno corporativo**:

- En 2014 se elaboraba la **Estrategia Española de Responsabilidad Social de las Empresas**.
- En diciembre de 2014 se promulgaba la **Ley de Sociedad de Capitales**, que reglamenta las funciones y responsabilidades de administradores y consejeros.
- En febrero de 2015, la CNMV aprobaba el **Código de Buen Gobierno** de las sociedades cotizadas y ese mismo año entraba en vigor la **Ley de Auditoría de Cuentas**.
- En 2016, la CNMV ha elaborado una **Guía de buenas prácticas para la aplicación del principio ‘cumplir o explicar’** para que las justificaciones que den las empresas que no cumplen las recomendaciones sean adecuadas y sigan una serie de indicaciones.

Respecto al grado de cumplimiento de las recomendaciones por parte de las empresas españolas, cabe señalar:

- Considerando las diferentes **categorías de empresas**: en 2015, se alcanzó un cumplimiento medio del 70% de las recomendaciones, con un nivel considerablemente más alto en las empresas del Ibex35, llegando este al 81%. Tan solo ocho empresas de las 134 analizadas estaban por debajo del 50% del cumplimiento de las recomendaciones. Este grado de cumplimiento puede considerarse elevado, pero ha de tenerse en cuenta que analizamos las empresas españolas con mayores niveles de capitalización y gestión.
- Según las distintas **categorías de recomendaciones**: las de mayor cumplimiento están relacionadas con la Responsabilidad Social (Recomendaciones 54 y 55) con un 84% medio de cumplimiento, seguidas por las que tratan sobre el funcionamiento de los Consejos de Administración (Recomendaciones 25-52), llegando al 79% del cumplimiento medio. Las empresas han puesto énfasis en la RSC, en gran medida porque el seguimiento de las recomendaciones no exige cambios sustanciales en las estructuras de la compañía, y en el funcionamiento del CA, debido a la atención que los inversores, sobre todo extranjeros, prestan a esta cuestión.
- Sobre los distintos **sectores de actividad**: las actividades de petróleo y la energía y de bienes de consumo son las que tienen un mayor grado de cumplimiento, ambas con un porcentaje del 83% en 2015. No obstante, apenas existen diferencias significativas entre sectores.
- Por último, las recomendaciones que menos cumplen las empresas hacen referencia a la política de consejeras, a la publicación de los informes de gobierno corporativo en la página web de la empresa, y al número de independientes que deben formar parte del Consejo.

Desde un punto de vista personal, el TFG me ha permitido profundizar en un tema poco tratado en las asignaturas del grado. Sin embargo, el gobierno corporativo constituye actualmente una de las cuestiones más relevantes para las empresas, sobre todo para aquellas que cotizan en mercados organizados. La revisión de la literatura y de los Códigos de Buen Gobierno me han proporcionado un conocimiento de esta materia, que espero continuar en el futuro. Desde un punto de vista práctico, el manejo de información elaborada por las propias empresas ha facilitado la comprensión de ese mundo real, que todavía apenas vislumbramos. Es cierto que esas informaciones se refieren a las cuestiones del ápice estratégico de las organizaciones, pero constituye un reflejo del funcionamiento real de las compañías. La revisión de los IAGC y de otros documentos ha sido de enorme utilidad para mi formación.

8 BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, M. (2008). *Herramientas para el control de la empresa por parte del accionista: Los códigos de buen gobierno e Internte*. Madrid: Pecunia, 6, pp. 29-51.
- Arruñada, B. (1990). *Economía de la empresa: Un enfoque contractual*. Ariel.
- BolsaMadrid. (2017). *BME*. Obtenido de <http://www.bolsamadrid.es/esp/indices/ibex/PreguntasClaveIbex35.aspx>
- Bueno, E. (2004). *El gobierno de la Empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide.
- Cadbury, S. A. (1992). *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- CaixaBank. (Junio de 2010). El Consejo de Administración.
- Canals, J. (2004). *Pautas de Buen Gobierno en los consejos de administración*. Universia Business Review.
- Cavanna, J. M. (2014). *Las cinco mejores y las cinco peores prácticas de gobierno de los consejeros administrativos de las empresas cotizadas 2013-2014*. Fundación Compromiso y Transparencia.
- CNMV. (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.
- CNMV. (2015). *Informe Anual de Gobierno Corporativo*.
- CNMV. (2016). *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*.
- Comisión Aldama. (2003). *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad de los mercados y en las sociedades cotizadas*.
- Cuervo García, A. (1999). *La Dirección Estratégica de la empresa. Reflexiones desde la Economía de la Empresa. Papeles de Economía Española 78-79*.
- Deloitte. (2017). *¿Que es el gobierno corporativo?* Obtenido de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articulos/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- DIRCOM. (Julio de 2013). *Tendencias en reporting corporativo: información menos fragmentada y más relevante*. (Asociación de Directivos de comunicación)
- Directrices de la Asociación de Gobierno Corporativo del Commonwealth. (1999). *Principios para el Gobierno Corporativo en el Commonwealth*.
- Durán, R. (Mayo de 2017). Diversidad y entorno digital, palancas del éxito futuro de los consejeros. *CincoDías*.
- Estrella Digital. (2017). MAPFRE en el top 5 de las empresas más responsables de España.
- Fernandez, D. (Febrero de 2015). Saltarse el código de buen gobierno no será tan fácil para las cotizadas. Obtenido de https://economia.elpais.com/economia/2015/02/24/actualidad/1424807392_563582.html
- García, R., & Suarez, E. (2005). *Informe Aldama: El Gobierno corporativo en la web*. Partida doble, núm167, pp. 68-75.
- Garrigues. (2015). *Gobierno Corporativo y Responsabilidad Corporativa*.
- Grant, R. M. (2014). *Dirección Estratégica: Conceptos, técnicas y aplicaciones*. (8ª ed.). Civitas.
- Gutiérrez, J. (2016). El Gobierno Corporativo: La retribución de los consejeros en empresas del IBEX 35. TFG Valladolid.
- Hoogendoorn, M. (2000). *A Financial Statement Model Based on Shareholder Value, a Theoretical Approach and the Views of the IASC*. Paper presented at the 23rd Annual Congress of the European Accounting Association, Munich, 29-31 March 2000.
- IESE Business School University of Navarra. (2017). *XII INFORME JUNTAS GENERALES DE ACCIONISTAS 2016*.
- Ingle, C., & Walt, N. (2005). "Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications", *Corporate Governance: An International Review* 13.
- Jara, M. (2011). *El Gobierno de la Empresa en un Contexto Internacional: Una Revisión*.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2011). *Dirección Estratégica* (7ª ed. reimp. ed.). Prentice Hall.
- Management Solution. (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.

El cumplimiento de las recomendaciones del CBG: Un análisis de las empresas cotizadas españolas.

- Martínez, I. (2015). *La remuneración del Consejo de Administración: Un análisis de las empresas del IBEX 35*. TFG Sevilla.
- Navarro, G., & Junyent, R. (2015). Un nuevo código "santificado" de buen gobierno corporativo. *Expansión* (25 de Marzo 2015).
- Navas, J. E., & Guerras, L. Á. (2012). *Fundamentos de Dirección Estratégica de la empresa*. Aranzadi Madrid.
- O' Sullivan, N. (2000). "The Impact of Board Composition and Ownership on Audit. Quality: Evidence from large UK Companies *British Accounting Review* pp. 392-414.
- Olivencia, M. (2011). *El gobierno corporativo como instrumento al servicio del accionista minoritario*.
- Peris-Ortiz, M., Rueda, C., De Souza, C., & Pérez, M. (2012). *Fundamentos de la teoría organizativa de agencia*. Nuevas corrientes de pensamiento económico ICE pp 107-116.
- PWC. (2015). *Consejos de Administración de empresas cotizadas*.
- PWC. (2016). *Consejos de administración de empresas cotizadas*.
- Ruíz, I. (2017). Los ocho retos a los que se enfrentan los consejos de administración. *CincoDías*.
- Williamson, O. (1964). *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.