

## EL "INFORME OLIVENCIA" Y EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA PRÁCTICA

Mónica Melle Hernández

El modo en que las empresas son dirigidas y controladas es un tema de permanente y creciente interés, tanto para los inversores, trabajadores y directivos de las empresas, como para sus clientes y proveedores, para los reguladores, y también para investigadores y profesores universitarios. Buena prueba de ello son los diferentes Informes que durante los últimos años se han ido elaborando en distintos países sobre el "buen gobierno de las empresas", tales como los Informes Cadbury, Greenbury y Hampel en el Reino Unido, el Informe Vienot en Francia o el Informe Treadway en los Estados Unidos. En esa misma línea se inscribe el reciente Informe Olivencia que, tomando como referencia paradigmática esos Informes previos, recoge un conjunto de recomendaciones a modo de código ético de buena conducta, de aplicación voluntaria en los Consejos de Administración de las empresas españolas (a diferencia de otros códigos éticos como el Cadbury, cuya asunción resulta obligatoria desde 1993, al menos para las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres).

El interés de este tipo de Informes se acrecienta todavía más si se consideran las crisis que se producen en ciertas empresas cuando éstas se demuestran incapaces de resolver sus *problemas de agencia*. Estos problemas, característicos de las organizaciones modernas en las que la propiedad y el control están separados, surgen por el conflicto de intereses entre directivos y accionistas, así como por la dificultad que tienen éstos para asegurarse de que su capital no se emplee "indebidamente" por los directivos.

La economía de la empresa apela, en esos casos, a la teoría de agencia, para poner de manifiesto que los directivos, como "agentes" de los accionistas, pueden no actuar siempre

en beneficio de estos últimos, porque sus objetivos son diferentes. El objetivo de los accionistas se centra en la maximización del valor de la empresa, pero el interés de los directivos puede estar más relacionado con el tamaño y el riesgo de quiebra de la misma. Consecuentemente, los directivos tienen incentivos –como retribuciones, prestigio social, e incluso, poder político– para invertir los recursos generados en crecimiento y diversificación de la empresa, aunque ello no cree valor para los accionistas. Todo lo cual obliga a los accionistas a diseñar mecanismos de control para evitar, en la medida de lo posible, conductas oportunistas de los directivos en su asignación discrecional de los recursos. Precisamente, el principal objetivo del gobierno de empresas es minimizar los "costes de agencia" (resultantes de la puesta en práctica de dichos mecanismos de control y de las pérdidas ocasionadas por los comportamientos oportunistas de los directivos) para, de esta forma, evitar que la separación entre propiedad y control característica de las sociedades anónimas dé lugar a formas de organización ineficientes. Y éste es también el principal objetivo que persiguen los recientes Códigos éticos de los Consejos de Administración, como el propuesto por el Comité Olivencia: mejorar el gobierno de las empresas, haciendo que los Consejos cumplan su función de mecanismo interno de supervisión y control de las posibles actuaciones oportunistas de los directivos empresariales; y lograr, de este modo, incrementar el valor de las organizaciones para los accionistas.

El Departamento de estudios de empresa de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas sigue, desde hace tiempo, las propuestas de los diferentes Informes aparecidos sobre el gobierno de empresas, con el doble objetivo de sistematizar el "estado de la cues-

CUADRO NÚM. 1  
 CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID (IGBM)  
 Y DE SUS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN (1996)

	Nº DE EMPRESAS	Nº DE CONSEJEROS	PARTCAPITAL(*)	ACTIVO TOTAL (MILLONES PTS.)	Nº DE EMPLEADOS
<b>ELÉCTRICAS</b> .....	11				
Media.....		15	2,82	754767	6145
Máximo.....		30	15,82	2653939	24491
Mínimo.....		10	0,00	130483	972
<b>ALIMENTACIÓN</b> .....	9				
Media.....		11	25,63	65762	1679
Máximo.....		21	60,00	203940	6443
Mínimo.....		6	0,00	15726	217
<b>CONSTRUCCIÓN</b> .....	13				
Media.....		12	23,87	106184	3227
Máximo.....		18	88,40	279499	23246
Mínimo.....		6	0,00	24634	11
<b>METAL MECÁNICA</b> .....	11				
Media.....		9	10,41	64915	2607
Máximo.....		16	35,00	209272	12902
Mínimo.....		5	0,00	4389	5
<b>PETROLEO-QUÍMICO</b> .....	10				
Media.....		9	5,54	164006	3274
Máximo.....		19	43,40	932853	19701
Mínimo.....		2	0,00	11468	21
<b>COMUNICACIONES</b> .....	7				
Media.....		13	26,07	701892	9789
Máximo.....		20	70,00	4065665	66022
Mínimo.....		10	0,00	17206	157
<b>OTRAS INDUSTRIAS Y SERVICIOS</b> .....	19				
Media.....		8	27,09	67979	3474
Máximo.....		13	73,00	356352	23806
Mínimo.....		3	0,00	6125	8
<b>TOTAL SECTORES</b> .....	80				
Media.....		11	17,35	275072	4314
Máximo.....		30	88,40	4065665	66022
Mínimo.....		2	0,00	4389	5

(\*) = Porcentaje del capital social que poseen los miembros del Consejo de Administración de la empresa a 31 de diciembre de 1996.

Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV, Anuario de Sociedades, Consejeros y Directivos DICODEI; y Directorio de los accionistas Maxwell & Espinosa.

ción" y de verificar empíricamente sus posibles efectos sobre el gobierno de las empresas españolas. Fruto de ese permanente interés es la reciente emisión de un estudio que recapitula y sistematiza, en primer término, los diferentes mecanismos, internos y externos, que en la actualidad se utilizan para controlar a los directivos en el gobierno de las empresas y que revisa, en segundo lugar, la vigencia de algunos mecanismos de control sobre una muestra de las empresas españolas cotizadas en la Bolsa de Madrid durante el período 1991-96(1).

En el caso concreto del Informe Olivencia, sus recomendaciones inciden, entre otros as-

pectos, en la necesidad de integrar en los Consejos de Administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos. Igualmente, que en la composición de los Consejos, los consejeros externos, que engloban a los independientes y a los denominados "dominicales" (titulares de paquetes significativos de la empresa), constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos. Además, que para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo de los Consejos, su dimensión oscile entre cinco y quince miembros. A ese respecto, en el citado estudio empírico

CUADRO NÚM. 2  
INCIDENCIA DE LOS MECANISMOS EXTERNOS DE GOBIERNO EN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IGBM  
E INDICADORES DE RENDIMIENTO EMPRESARIAL (1996)

	Nº DE EMPRESAS	Nº DE CONSEJEROS	CAPITAL(*)	DEUDA(**)	CREACIÓN DE VALOR(***)	ROA	ROE
<b>ELÉCTRICAS</b> .....	11						
Media .....		15	0,18	0,26	0,52	0,08	0,11
Máximo .....		30	1,00	0,51	1,00	0,13	0,18
Mínimo .....		10	0,00	0,01	0,18	0,03	0,05
<b>ALIMENTACIÓN</b> .....	9						
Media .....		11	0,22	0,16	0,68	0,05	0,10
Máximo .....		21	1,00	0,43	3,69	0,12	0,40
Mínimo .....		6	0,00	-0,07	-0,15	0,01	-0,27
<b>CONSTRUCCIÓN</b> .....	13						
Media .....		12	0,08	0,08	0,16	0,04	0,05
Máximo .....		18	1,00	0,30	0,50	0,20	0,25
Mínimo .....		6	0,00	-0,10	-0,15	-0,05	-0,65
<b>METAL MECÁNICA</b> .....	11						
Media .....		9	0,38	0,25	0,65	0,04	0,12
Máximo .....		16	1,00	0,50	1,34	0,24	0,67
Mínimo .....		5	0,00	-0,10	-0,39	-0,01	-1,02
<b>PETRÓLEO-QUÍMICO</b> .....	10						
Media .....		9	0,00	-0,01	0,15	0,03	0,09
Máximo .....		19	0,00	0,20	0,57	0,16	0,31
Mínimo .....		2	0,00	-0,39	-0,21	-0,07	-0,12
<b>COMUNICACIONES</b> .....	7						
Media .....		13	0,14	0,11	0,30	0,07	0,08
Máximo .....		20	1,00	0,32	0,79	0,10	0,15
Mínimo .....		10	0,00	-0,10	-0,08	0,02	-0,02
<b>OTRAS INDUSTRIAS Y SERVICIOS</b> .....	19						
Media .....		8	0,06	0,05	0,19	0,04	0,05
Máximo .....		13	1,00	0,26	0,99	0,13	0,36
Mínimo .....		3	0,00	-0,15	-0,24	-0,05	-0,83
<b>TOTAL SECTORES</b> .....	80						
Media .....		11	0,15	0,13	0,38	0,05	0,08
Máximo .....		30	1,00	0,51	3,69	0,24	0,67
Mínimo .....		2	0,00	-0,39	-0,39	-0,07	-1,02

CAPITAL (\*) =  $\begin{cases} 1 & \text{Si existe algún accionista que posea más del 80\% del capital.} \\ 0 & \text{si no existe algún accionista que posea más del 80\% del capital.} \end{cases}$

DEUDA (\*\*) = Variación de endeudamiento =  $\frac{\text{Rec. ajenos/Pas. total empr. i (año 96)} - \text{Rec. ajenos/Pas. total empr. i (año 95)}}{\text{Rec. ajenos/Pas. total empr. i (año 95)}}$

Creación de valor (\*\*\*) =  $\frac{\text{Capit. bursátil de empr. i (año 96)} - \text{Capit. bursátil de empr. i (año 95)}}{\text{Capitalización bursátil de empr. i (año 95)}}$

Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV, Anuario de Sociedades, Consejeros y Directivos DICODEI; y Directorio de los accionistas Maxwell & Espinosa.

sobre el gobierno efectivo de las empresas españolas, las empresas cotizadas que formaban la muestra analizada tenían una dimensión media de sus Consejos que se ajustaba al tamaño que el Comité Olivencia considera "adecuado", aunque ofrecen una gran disparidad entre los tamaños máximos y mínimos de las empresas, aún de un mismo sector (véase sobre ese particular el cuadro núm. 1). Por otra parte, el estu-

dio muestra la idoneidad de alguna de las recomendaciones de este tipo de Códigos éticos sobre el funcionamiento de los Consejos de Administración en la práctica. En tal sentido, y en lo que se refiere a la existencia de consejeros independientes, el aumento del número de miembros del Consejo de Administración con consejeros "no políticos" dota de mayor capacidad técnica al Consejo, que incide en la mejora

de la rentabilidad económica de la empresa. Del mismo modo, la participación de los consejeros en la propiedad de las empresas orienta las decisiones económicas de los directivos hacia incrementos en la rentabilidad de aquéllas. Cuestión que se revela efectiva para vincular los intereses de los consejeros con la creación de valor y reducir, de este modo, los conflictos de intereses propios de la relación de agencia entre consejeros y accionistas.

La experiencia de las empresas españolas muestra, por tanto, y en ciertos casos, el acierto (a pesar de su difícil aplicación en España) de las recomendaciones del Informe Olivencia para dotar de mayor eficacia, responsabilidad y transparencia a los Consejos de Administración de las empresas españolas, a fin de aumentar su credibilidad y mejorar la defensa de los intereses de todos los accionistas. Ello es tanto más patente si se tiene en cuenta que en España pocos Consejos ejercen en plenitud sus funciones de control, al tiempo que adolecen de una evidente falta de información. Una información que, en el caso de actuación de los administradores, debe ser transparente y propiciar que, dada la estructura de los incentivos, pueda haber confianza implícita en el comportamiento eficaz y moral de esos agentes; una actuación que, por ejemplo, en el caso de las empresas bancarias, se pide expresamente por el Banco de España(2). En definitiva, y pese a las nuevas responsabilidades impuestas a los consejeros en la reciente reforma del Código Penal, el esquema de incentivos vigente en el caso español no puede evitar, en muchas ocasiones, conductas oportunistas por parte de los directivos.

La realidad, sin embargo, también aconseja cautela en la asunción de las recomendaciones de este tipo de códigos éticos, porque la situación de las grandes empresas españolas cotizadas (394, a 27 de febrero de 1998) es muy distinta de la de otras empresas españolas pequeñas y medianas no cotizadas (2.350.000 sin considerar el sector agropecuario y pesquero), en las que las funciones del primer directivo y las de la presidencia del Consejo se encuentran acumuladas o en las que, incluso, se carece de Consejo de Administración (se puede estimar que el 32 por ciento de las empresas familiares no tienen Consejo, mientras que sólo una tercera parte del resto lo considera un órgano útil). Todo lo cual confirma que, en el debate sobre el control corporativo, deben considerarse las ca-

racterísticas distintivas imperantes en cada país, ya sean las que se refieren a la regulación mercantil, las estructuras de propiedad de las empresas, sus estructuras financieras, su tamaño medio, y tantas otras.

Por otra parte, no debemos olvidar que los Consejos son uno de los mecanismos internos de gobierno de empresas que funcionan junto a otros mecanismos externos para orientar las decisiones directivas hacia la creación de valor para los accionistas. De ahí que cuando se evalúen los efectos de los distintos mecanismos de gobierno de empresas sobre su gestión, deban también considerarse determinados mecanismos externos tales como la deuda y el capital, cuyos controles a través de los mercados de capitales, pueden resultar más eficaces que los internos (como pueda ser el Consejo de Administración), de cara a lograr modificaciones del comportamiento directivo que redunden en la mejora de la "performance" de las empresas. A ese respecto, el cuadro núm. 2 ofrece un análisis descriptivo por sectores de actividad de algunos indicadores significativos que miden la aplicación de tales mecanismos de gobierno (capital y deuda) en las empresas, así como su incidencia sobre el rendimiento de las mismas.

En un análisis comparado con los mecanismos de gobierno externos, el Consejo de Administración actúa controlando decisiones directivas que inciden sobre indicadores de eficiencia económica de las empresas (como la rentabilidad sobre los activos totales). Sin embargo, ese mecanismo interno no incide sobre variables que miden rentabilidad para los accionistas (como el ROE) o creación de valor de la empresa en el mercado. Por el contrario, los mecanismos externos como los mercados de capitales, a través del "capital" y la deuda", inciden en indicadores que miden "objetivos propios de los accionistas", ya sea mediante variables de mercado como la creación de valor, o contables como la rentabilidad para los accionistas o ROE.

Por otra parte, ante imperfecciones de mercado o ineficiencias en el control directivo por parte de los accionistas, la deuda puede limitar la discrecionalidad de los decisores y orientarlos de manera eficiente hacia la creación de valor. En este sentido, el incremento de la "ratio" de endeudamiento en una empresa puede limitar la discrecionalidad de sus directivos y orien-

tar sus decisiones hacia la maximización del valor de mercado de la empresa. Por tanto, la deuda es un "mecanismo de gobierno" que proporciona mejor protección a los inversores que el capital. Sin embargo, si se trata de grandes inversores (ya sean accionistas o acreedores), la diferencia entre ambos mecanismos es muy débil. Así, en la muestra de las empresas españolas estudiadas, la concentración del capital ejerce efectos favorables sobre la creación de valor de las empresas para el mercado, así como sobre su rentabilidad financiera para los accionistas.

En definitiva, para el "buen gobierno" de las empresas españolas, se hace necesaria una mayor profesionalización de los Consejos, así como el desarrollo de códigos de conducta que autorregulen el comportamiento de los consejeros, en la línea propuesta por Informes como el Olivencia. Además, y ante las ineficiencias inherentes a los mecanismos internos de control, estos cambios en los órganos de gobierno deben ir acompañados de mejoras en la eficiencia de los mercados. El objetivo debe ser que los inversores dispongan de más y mejor información, para facilitar el control corporativo mediante la deuda y el capital a través de los mercados de capitales. En suma, que los mercados

ejerzan de mecanismo de "gobierno de empresas", y logren que los directivos empresariales utilicen los recursos financieros disponibles tratando de maximizar el valor de mercado de las empresas, en lugar de destinarlos a realizar inversiones inspiradas en su propia función de utilidad. Y que al propio tiempo, eviten que los grandes accionistas tomen decisiones para obtener beneficios privados y que no persigan la defensa de los intereses de los pequeños accionistas.

#### NOTAS

(1) De próxima publicación como Documento de Trabajo de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, bajo el título "Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)".

(2) Por ello el gobierno de las entidades bancarias ofrece algunas particularidades frente al de las empresas no financieras, ya que incluso ante la vigencia de una paulatina y general desregulación de los servicios financieros, las autoridades supervisoras continúan ejerciendo su papel de tutores efectivos de las entidades de depósito, mediante un amplio abanico de actuaciones que va desde la determinación de la periodicidad y el formato de presentación de sus datos económico-financieros hasta la verificación de sus posiciones de riesgo y de las dotaciones para provisionarlas. Todo lo cual constituye, de hecho, una salvaguarda efectiva de los intereses de los accionistas tanto como de los depositantes o del sistema financiero, en general.