

Resumen

Este artículo presenta una descripción de los consejos de administración como el mecanismo principal de gobierno de las empresas operadoras de servicios de telecomunicaciones en Europa en la última década. La evolución de los consejos no solo se ciñe a las recomendaciones de los códigos de buen gobierno, tamaño e independencia, sino que se perfilan algunos rasgos que ponen de manifiesto su orientación al asesoramiento (*advising*) de los directivos y no únicamente a su supervisión (*monitoring*).

Palabras clave: gobierno corporativo, consejos de administración, comités, empresas operadoras de telecomunicaciones, Europa.

Abstract

This paper describes the evolution of main characteristics of the board of directors in the European telecommunication companies during the last decade. The evolution of the boards goes ahead of any recommendation, code of good governance, size, and independence, providing some hints about the convenience of advising function besides the monitoring ones.

Key words: corporate governance, board of directors, committees, telecommunications operating companies, Europe.

JEL classification: G34, L96.

GOBIERNO CORPORATIVO Y CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN LAS EMPRESAS OPERADORAS DE TELECOMUNICACIONES EUROPEAS (*)

Pablo DE ANDRÉS
Jesús Guillermo LLORENTE
Carmen MENDOZA
Manuel MONJAS

Universidad Autónoma de Madrid

I. INTRODUCCIÓN

HACE pocos meses la Comisión Europea volvió a ocuparse de los patrones de gobierno corporativo de las empresas europeas con un plan de acción ambicioso, orientado a modernizar la regulación societaria y especialmente aquellos patrones de gobierno corporativo que permiten un desarrollo sostenible de la empresa. Este intento es un paso más de los anteriormente dados, como el plan de acción de 2003, la directiva de modernización del mismo año (Directiva 2003/51/EC) y sus consecuencias regulatorias en los años siguientes (Directivas 78/660/EC sobre contabilidad, 2007/36/EC sobre derechos de los accionistas o 2005/56/EC sobre fusiones transfronterizas). Todo este aparato regulador pretende consolidar y promover la transparencia y el buen gobierno en las empresas financieras y no financieras europeas, poniendo el énfasis en una mayor transparencia informativa en las cuentas anuales y en la retribución a directivos, en mejoras sustanciales en el desempeño y funcionamiento de los consejos de administración, y procurando la convergencia de los códigos de buen gobierno.

Toda esta regulación se desarrolla en paralelo y con cierto retraso con respecto a las modificaciones acaecidas en la actividad de bancos y empresas. La ola de escándalos corporativos que empezaron con la caída de Enron no ha cesado y la propia, reciente y dolorosa crisis financiera está plagada de ejemplos de ineficacia de los mecanismos de gobierno de bancos e instituciones públicas y privadas. Y es que detrás de muchas de las dificultades empresariales están, de forma directa o indirecta, algunos de los problemas de gobierno corporativo propios de las empresas de nuestra generación, tanto de las grandes corporaciones que son gestionadas por directivos profesionales bajo el escrutinio de los mercados como de las empresas familiares donde la existencia de un gran accionista libera de algunos problemas (separación de propiedad y control) y exacerba otros (conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios). En cualquier caso, la existencia de esos problemas, la urgencia para solucionarlos y la necesidad de evitar que se repitan una y otra vez sitúan los temas de gobierno corporativo en un nivel muy alto en la jerarquía de intereses corporativos.

Las empresas de telecomunicaciones, como cualesquiera otras, no son ajenas a estos problemas de gobierno ni a los intentos de solución. Y es que el buen gobierno debe procurar los mecanismos adecuados para garantizar el buen uso de los recursos por parte de los directivos. En origen, el gobierno corporativo atendía a garantizar el uso eficiente de los recursos puestos a disposición de la empresa por los aportantes de fondos o, dicho en otros términos, a garantizar a los aportantes de fondos una rentabilidad mínima por el uso de los recursos financieros (Shleifer y Vishny, 1997). En la actualidad, el gobierno corporativo se extiende a otros partícipes, *stakeholders*, y se redefine para garantizar el buen uso de cualquier clase de recurso por parte de los que toman las decisiones sobre su asignación y empleo. Considerado de esta forma amplia, el problema de gobierno se expande a lo largo de la red de contratos y a la vez se enriquece al dar entrada a un mayor número de agentes con intereses diferentes y, en ocasiones, diversos. A este respecto, los nuevos intentos de modelización del problema de gobierno ubican el núcleo del problema en proteger otros recursos valiosos, diferentes de los financieros, como puede ser el conocimiento. Así, los mecanismos de gobierno deberían procurar que el conocimiento, en sus diferentes vertientes, sea eficazmente utilizado y los partícipes que lo aportan adecuadamente remunerados (Andrés y Santamaría, 2008). Planteado así el problema de gobierno, aquellas empresas con un componente de negocio particularmente basado en la tecnología o conocimiento tendrían que adecuar sus mecanismos de gobierno a esas necesidades, aunque ello suponga desviarse de las pautas habitualmente

recomendadas por los códigos de buen gobierno o por la literatura al uso. En este planteamiento, por ejemplo, podría no ser tan necesario un consejo de administración muy independiente, en el sentido de capacidad de supervisión del equipo directivo, y sí un consejo de administración cuyos miembros proporcionasen activos intangibles a la organización como conocimiento específico, asesoramiento, relaciones, acceso a los recursos, etc. En este sentido, resulta crucial para este tipo de empresas la interconexión entre los mecanismos de gobierno y la estrategia de la compañía (Capasso y Dagnino, 2012).

En este artículo adoptamos un enfoque eminentemente positivo, tratando de describir la panorámica de uno de los principales mecanismos de gobierno, el consejo de administración, en las grandes empresas de telecomunicaciones europeas (1). Al hacer este ejercicio tomaremos dos referencias que animan la comparación: una referencia global proporcionada por los datos medios de una muestra de empresas no financieras europeas (2) y otra mucho más concreta aportada por los datos del sector, y dentro de este las que denominaremos *big five* (3), entre las que se incluye la principal empresa de telecomunicaciones española, Telefónica. En el anexo se relacionan las empresas de telecomunicaciones escogidas en función de un criterio de tamaño (capitalización bursátil) y otro relacionado con la exclusividad de su objeto social, dado que se trata de empresas que son operadoras de servicios de telecomunicaciones y/o explotan redes de comunicaciones de voz y datos, y en las que además dicho negocio supera el 50 por 100 de la facturación de la compañía, no perteneciendo esta a un *holding*

ajeno al negocio de las telecomunicaciones.

En este trabajo, en ningún momento se intenta tomar partido por la superioridad de uno u otro mecanismo de gobierno, ni tampoco se pretende repasar cada uno de ellos. Tan solo se describen varias características del mapa de los mecanismos de gobierno de las empresas operadoras de telecomunicaciones en Europa considerando el papel jugado por los consejos de administración. Para ello emplearemos dos fuentes de información: la proporcionada por el proveedor británico *Boardex*, especializado en datos de consejos de administración y relaciones (redes) entre directivos y consejeros, y la suministrada por Thompson One Banker y Orbis sobre datos económico-financieros de las empresas cotizadas y estructura de propiedad. Recabamos información sobre el periodo 2001-2009 mostrando la evolución temporal de las principales magnitudes relativas principalmente a los consejos de administración como mecanismos de gobierno, en unos años caracterizados por tres fases claramente diferenciadas: 1) la posterior al estallido de la burbuja financiera de las punto com, 2) la exuberancia anterior a la crisis financiera y 3) el periodo de crisis en el que actualmente nos encontramos.

II. EL PAPEL DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Entre los mecanismos de gobierno disponibles para los partícipes sobresale el Consejo de Administración ya que se sitúa en el vértice de los sistemas internos de control (Jensen, 1993) y es el encargado de velar por que el interés de accionistas y otros *stakeholders* sean tenidos en

cuenta a la hora de tomar decisiones. Esta primacía de los consejos de administración ha sido evidente en la literatura académica de los últimos treinta años (para una excelente revisión de la cuestión véase Adams, Hermalin y Weisbach, 2010) y en la totalidad de los códigos de buena conducta publicados desde el inicial apadrinado por sir Adrian Cadbury en 1992 en Reino Unido. De forma recurrente se ha denunciado la elevada dimensión de los consejos de administración, la carencia de suficiente independencia de los consejeros, la falta de coordinación y control que ambas situaciones propiciaban para tomar decisiones eficientes o el comportamiento reactivo, más que proactivo, de los consejos ante los problemas que se presentaban. En una palabra, se denunciaba que los consejos no funcionaban, no cumplían con la misión que los accionistas y la ley les encomendaban.

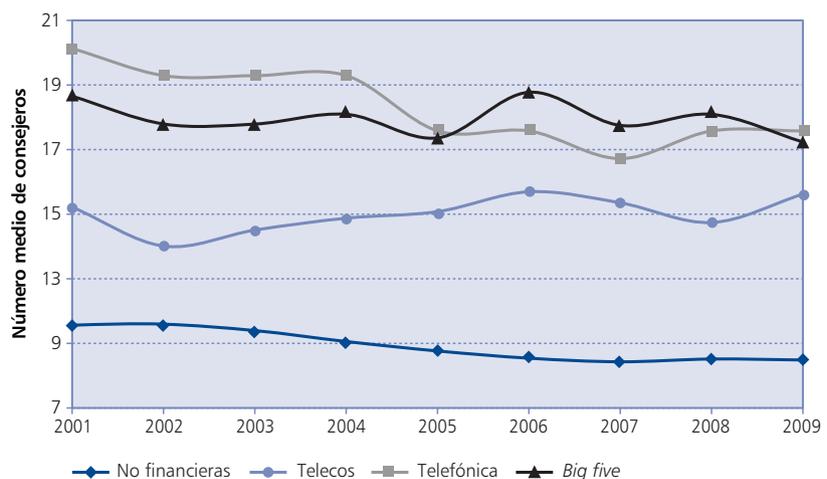
Por otro lado, y desde un aspecto más positivo, en los últimos años se enfatiza la importancia de una función en los consejos de administración que complementa a la puramente disciplinaria o supervisora (*monitoring*) y que atiende más a cuestiones de tipo cognitivo o de asesoramiento (*advising*). Este enfoque no cercena en modo alguno la relevancia de la función supervisora de los consejeros sino que resalta algo que de forma espontánea ha estado presente, o debería estar, en las salas de los consejos: la aportación de asesoramiento efectivo por parte de los consejeros. Desde este punto de vista, la incorporación de un consejero podría estar más motivada por cuestiones de conocimiento, acceso a los recursos o relaciones que por su capacidad de supervisar o por la ausencia de

conflictos objetivos de interés. La cuestión de la composición del Consejo de Administración se torna aún más crucial, pues a la importancia de la independencia se añaden nuevos elementos que podrían alterar lo habitualmente recomendado. Centrándonos en las empresas operadoras de telecomunicaciones, a continuación ilustraremos la evolución de variables relevantes en el gobierno corporativo durante los últimos diez años.

Una de las primeras cuestiones que planteamos es conocer la evolución del tamaño del Consejo, comparándolo entre sectores de actividad económica. La respuesta a esta pregunta la encontramos en los datos presentados en el gráfico 1, que muestran una tendencia inequívoca del tamaño de los consejos de administración de las empresas. Esta tendencia, al hilo de todas las denuncias esgrimidas acerca de la sobredimensión de los consejos, muestra el esfuerzo por disponer de consejos de

administración más ajustados. Las variaciones no son muy elevadas en términos absolutos pero sí son relevantes. Por término medio, las empresas pierden dos consejeros a lo largo del periodo 2001-2009, siendo esta reducción mayor en Telefónica que en el resto de las empresas de telecomunicaciones. Por otra parte, es evidente que el número de consejeros en las empresas de telecomunicaciones es significativamente mayor que en la media de empresas no financieras. Con todo, estas empresas tienden a mantener consejos de administración de entre 15 y 17 sillones, número que recoge el efecto del mayor tamaño de estas empresas y también la necesidad de incorporar más personas a las tareas de supervisión y asesoramiento de la dirección. Desde este segundo punto de vista, la incorporación de personas con el talento requerido podría resultar en un mejor gobierno corporativo que, a la postre, tendría impacto en los resultados.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL TAMAÑO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

Una segunda cuestión importante hace referencia a la composición del Consejo de Administración (gráfico 2). La medida sintética habitual relaciona el número de consejeros no ejecutivos (*outsiders*) con el número total de consejeros. Esta medida constituye una aproximación a la independencia del Consejo con respecto a la dirección, ya que las decisiones tienen que ser aprobadas por una mayoría de consejeros (4). También puede constituir una medida indirecta del reparto de información, pues es razonable pensar que el grueso de información sobre el negocio radica en los consejeros directivos (*insiders*) y que solo cuando es puesta a disposición de los *outsiders* puede ser analizada y procesada adecuadamente para tomar las mejores decisiones en el seno del consejo.

El gráfico 2 muestra que, con carácter de generalidad, los consejos de administración tienen una mayoría de consejeros externos que, en el caso de las *big*

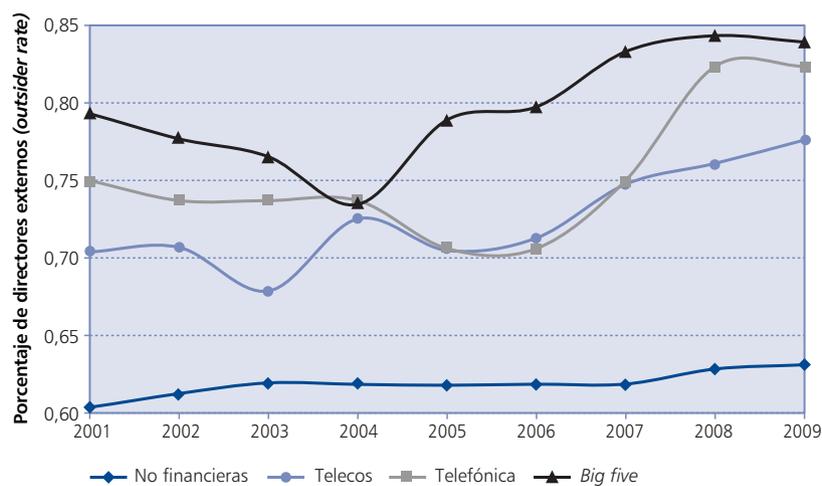
five, se torna en una supermayoría al mostrar ratios de entre el 75 y el 85 por 100 de consejeros no ejecutivos sobre el total del Consejo. A la luz de los porcentajes, no parecería que la independencia del Consejo a la hora de tomar decisiones esté comprometida, aunque, como estudios recientes ponen de manifiesto, no se debe subestimar el poder de captación que tienen los consejeros delegados en las empresas de elevada dimensión (véanse a este respecto los trabajos del profesor Lucian Bebchuk, profesor en la Harvard Law School, y sus colaboradores). No obstante lo anterior, nos gustaría centrar nuestro análisis en la estrategia de los consejos para cumplir con sus funciones de asesoramiento y supervisión de forma eficiente. Además, dadas las empresas objeto de análisis, pertenecientes al sector de telecomunicaciones, y dado el importante peso en el negocio de estas empresas de cuestiones como la tecnología, el conocimiento, las relaciones o el acceso a los recursos, conjetu-

ramos que la función de asesoramiento que debe cumplir el Consejo de Administración se torna vital. Por ello, a continuación intentaremos trazar el mapa de la estrategia seguida por los consejos de administración de estas entidades para llevar a cabo esta función. La información disponible no permite mucha profundidad de análisis pero sí arroja algunos hechos que estilizan el gobierno corporativo de las empresas de telecomunicaciones.

Antes de describir el gobierno de estas entidades a partir de algunas características de los consejos de administración es conveniente conocer el grado de experiencia y el origen de los consejeros delegados (CEO, en sus siglas en inglés), así como la estructura de propiedad de las empresas de telecomunicaciones analizadas. A este respecto, el gráfico 3 muestra la evolución de la media de tres variables relativas al CEO dentro del sector de las telecomunicaciones: tiempo medio del CEO en la empresa, tiempo medio en el Consejo de Administración y tiempo medio en el cargo de consejero delegado. La observación de la evolución de estas medidas de experiencia refleja una tendencia interesante: a partir de 2004, poco tiempo después de la crisis de las empresas punto com, las empresas de telecomunicaciones son dirigidas por CEO con más experiencia, con una mayor presencia en el Consejo de Administración y con un conocimiento más profundo de la organización. Estos datos, aun siendo valores medios, son especialmente reveladores de un cambio de gobierno en las empresas de telecomunicaciones que empezó tímidamente en 2004 y se potenció en 2006.

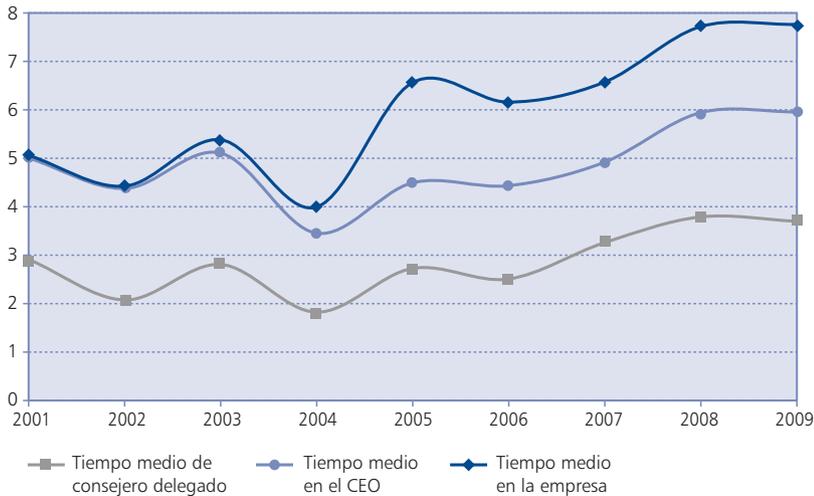
Con respecto a la estructura de propiedad, los datos recogidos

GRÁFICO 2
COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA EXPERIENCIA DEL CEO EN LAS EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES ANALIZADAS

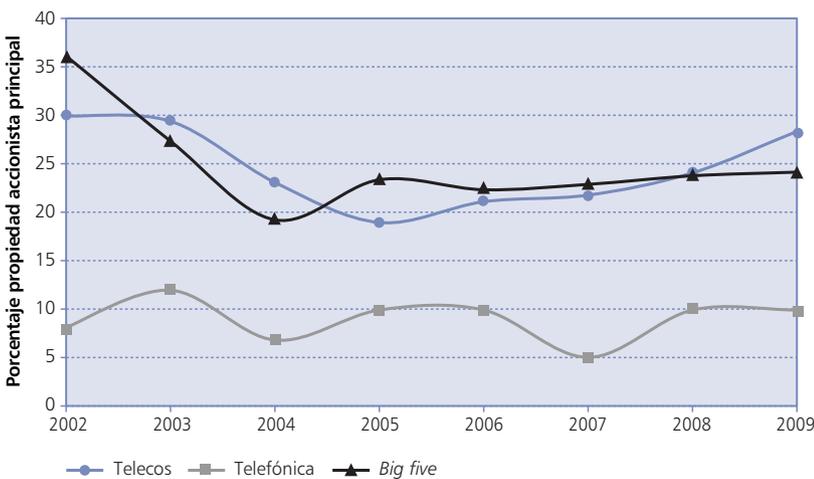


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

dos en el gráfico 4 muestran que la dispersión de la propiedad medida por el porcentaje de acciones en manos del principal accionista no es elevada, a pesar

de lo que podría parecer dado el tamaño de las empresas. Existen, por tanto, accionistas de referencia que tienen incentivos para realizar una supervisión de la ac-

GRÁFICO 4
CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD

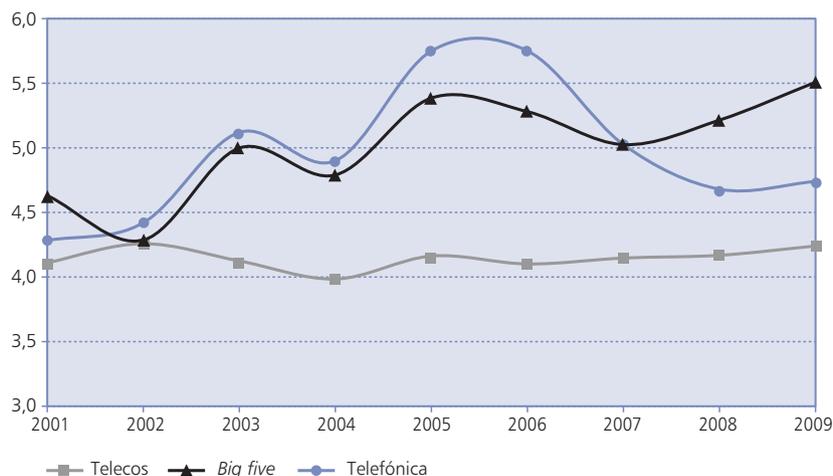


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis.

tuación gerencial. Las únicas excepciones entre las *big five* son Vodafone y Telefónica, que tras su privatización mantiene un accionariado disperso (5), aunque en este último caso existen accionistas de control (BBVA y Caixa) con una presencia activa y efectiva en las decisiones (6).

Volviendo al análisis de la composición de los consejos de administración y además de las explicaciones acerca de la combinación de consejeros externos e internos habitualmente sugeridas por la literatura disciplinaria, pensamos que la composición del Consejo también puede ser explicada por aspectos de tipo cognitivo o relacional, es decir, con argumentos relacionados con la función de asesoramiento. A este respecto, un parámetro importante es la conexión de los consejeros presentes en el Consejo con otros consejeros y empresas, en la idea de que tal conexión puede facilitar el intercambio de información valiosa sobre el mercado y/o prácticas directivas, negociar mejor los contratos en un contexto donde la información asimétrica es reducida, o conseguir nuevas relaciones profesionales con clientes, proveedores, aportantes de capital, reguladores y/o expertos *managers* (7). El gráfico 5 presenta el número medio de posiciones que los consejeros de las empresas mantienen en otros consejos (conocido en la literatura como *interlocking*). Como puede verse, el número es considerable y permite anticipar un buen número de conexiones, aun sin conocer la calidad y el alcance de las mismas. Esta perspectiva relacional del Consejo podría explicar la presencia de determinados consejeros no ejecutivos más allá de su capacidad para supervisar la actuación gerencial, es decir, más allá de su independencia (8).

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL INTERLOCKING EN LAS EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

Otro aspecto interesante que podría ayudar a explicar cómo se ejercita el gobierno corporativo desde los consejos de administración viene dado por el desdoblamiento del Consejo en comités centrados en una tarea específica, ya que permite la especialización de funciones y la utilización más eficiente de la información, así como evitar los problemas derivados de un excesivo tamaño del Consejo de Administración y aquellos otros provenientes de la dificultad de coordinar las decisiones en el mismo (Coles *et al.*, 2008; Link *et al.*, 2008), aspectos todos ellos denunciados en la mayor parte de códigos. El gráfico 6 presenta la evolución del desdoblamiento de las funciones del Consejo en comités. La evolución muestra el uso más intensivo de comités por parte de las empresas de telecomunicaciones con respecto al global de empresas no financieras europeas y especialmente el comportamiento de las *big five*, claramente conducido por los comités de Telefónica a lo

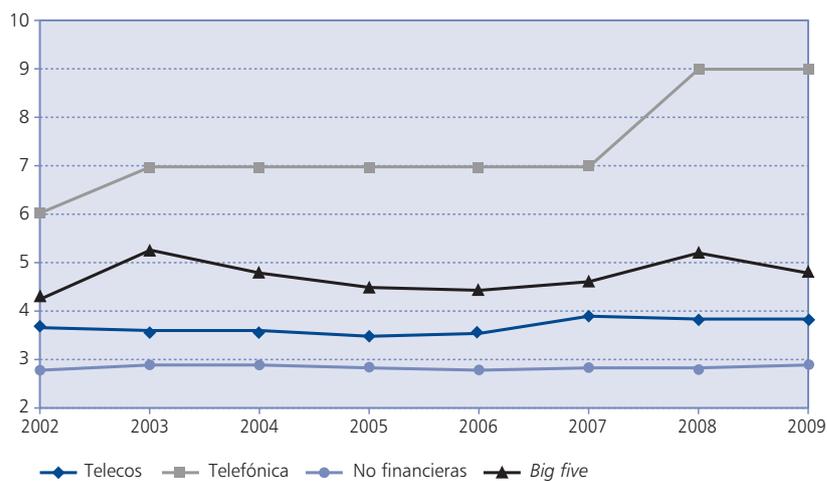
largo de todo el periodo pero especialmente a partir de 2007.

A la hora de analizar los comités del Consejo la literatura reciente distingue —haciéndose

eco de las dos funciones principales del Consejo— entre comités de carácter disciplinario y comités de naturaleza asesora. Mientras en los primeros prima la supervisión de los *managers* y del negocio (*monitoring*), en los segundos priman todas aquellas actividades de intercambio y utilización de información, análisis del mercado, estrategia, etc. (*advising*) orientadas a asesorar a los directivos en la estrategia de la empresa (Faleye *et al.*, 2011a y 2011b). La diferenciación puede resultar importante a la hora de poder explicar la composición del Consejo de Administración empleando argumentos adicionales al clásico de monitorización. Cuando hacemos el ejercicio de clasificar los comités en los dos grupos anteriormente citados obtenemos estrategias de comportamiento de los consejos, estrategias de gobierno, claramente orientadas.

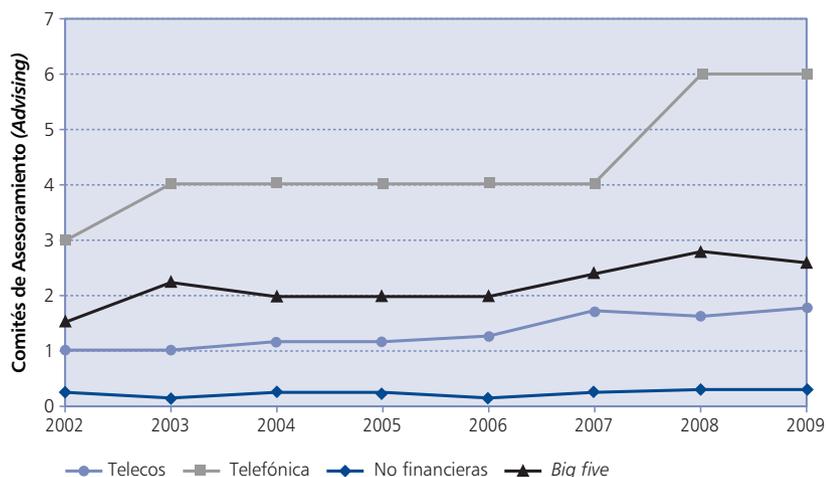
Dos hechos diferenciales pueden extraerse del análisis de los datos en el gráfico 7. El primero es que las empresas de teleco-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE COMITÉS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LOS COMITÉS DE ADVISING



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex.

los beneficios que de ella se obtenga, tanto en resultados económicos como en el aprovechamiento de oportunidades de inversión rentable que la empresa descubra. Y es que, como Hermalin (2010) apuntaba, buena parte del buen gobierno consiste en proteger lo que es valioso en la empresa.

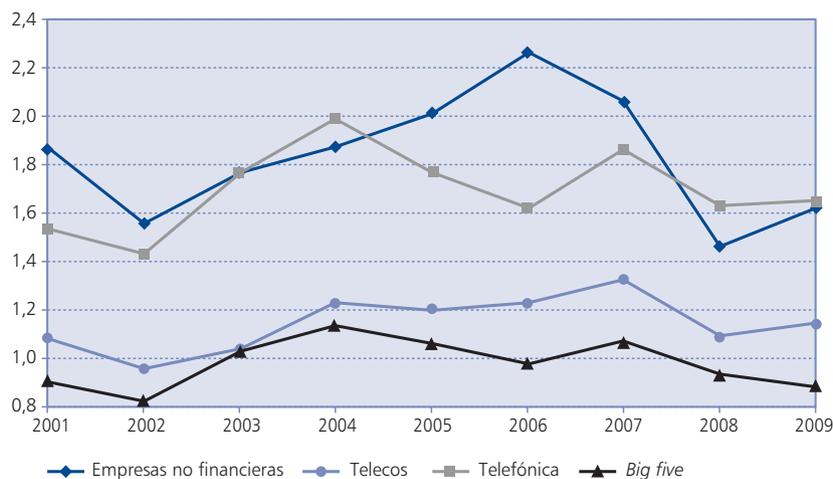
La estrategia de desdoblamiento del Consejo en comités, especialmente de *advising*, el nombramiento de consejeros con información y recursos relevantes, la mejora en la capacidad de relación con otros partícipes, el equilibrio entre información (interna) y conocimiento (externo) en el Consejo podrían ser determinantes de la estrategia seguida por el Consejo de Administración para llevar a cabo un mejor gobierno de la organización, lo cual, ineludiblemente, pasa por el buen uso de los recursos aportados por diferentes partícipes y por la adecuada compensación de los mismos.

Para finalizar nuestro análisis presentamos en el gráfico 8 la

municaciones hacen uso más intensivo de los comités de asesoramiento que la media de empresas no financieras europeas. El segundo es que la estrategia de gobierno que ha seguido Telefónica es ciertamente singular, apostando sin duda por la creación de comités de apoyo y asesoramiento de los ejecutivos. Concretando más, desde los primeros años del periodo Telefónica contaba con un comité de asuntos internacionales, otro de servicio y calidad, otro de regulación y otro de recursos humanos (además de los clásicos comités de supervisión: auditoría y control, nombramientos y retribución y ejecutivo). Este comportamiento diferencial se intensifica aún más a partir de 2007, donde se añade a los anteriores un comité de innovación (9) y otro de estrategia. Comités todos ellos de claro corte asesor donde la conjunción de la información de los *insiders* con la información, conocimiento y relaciones de los *outsiders* puede redundar en un gobierno corporativo más eficiente. Desde esta pers-

pectiva la composición del Consejo, y por tanto su *modus operandi* de gobierno, podría estar más condicionada por cuestiones de tipo asesor (conocimiento) que disciplinario (10). Que esta estrategia sea o no exitosa vendrá dado por

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO SOBRE EL VALOR CONTABLE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson.

evolución de la ratio Q, una medida clásica de la creación de valor definida como la ratio valor de mercado de la empresa sobre su valor contable (11) a lo largo de la década analizada. No hemos regresado esta medida sobre variables de gobierno pues eso implicaría una investigación diferente, tan solo queremos mostrar la evolución seguida desde la crisis de las punto com hasta los primeros años de la crisis financiera.

Como puede observarse, y tras la recuperación de la crisis surgida por la burbuja de las empresas punto com, a partir de 2007-2008 se dejan sentir los efectos de la crisis financiera para todas las muestras de empresas. Centrándonos en la evolución de los distintos grupos de telecomunicaciones, resulta significativo observar cómo Telefónica anticipa esa caída en los dos años anteriores (2005 y 2006) y posteriormente pierde menos valor de mercado, en términos relativos, que el resto de empresas no financieras en los primeros años de la crisis (2008 y 2009). Si esto es parcialmente fruto de la estrategia diferencial de gobierno corporativo seguida por la entidad, es algo que escapa al alcance de esta investigación, pero lo que resulta indudable es que las mejoras en gobierno corporativo orientadas a proteger lo valioso de las organizaciones —sea conocimiento, relaciones o internacionalización— se traducirán en valor.

III. CONCLUSIONES

Este trabajo sobre la evolución de diferentes atributos de los consejos de administración de un grupo significativo de empresas europeas del sector de las telecomunicaciones revela, por

una parte, que los cambios en los consejos de administración impulsados por los códigos de buen gobierno y por los reguladores (como incrementar la independencia del Consejo o reducir su tamaño) han tenido impacto en las empresas de telecomunicaciones al igual que lo han tenido en el resto del sector corporativo. Por otra, que alguna de las estrategias de gobierno seguidas por las empresas de telecomunicaciones, y especialmente Telefónica, dejan ver una configuración de los consejos de administración orientada a sacar mayor partido de la función de asesoramiento del Consejo. Manifestaciones de este hecho son disponer de consejos más interrelacionados con otras empresas vía *interlocking* de consejeros o la creación de comités del Consejo de carácter asesor (innovación, estrategia, internacionalización, calidad, etc.) más allá de los clásicos de supervisión (auditoría, nombramientos, retribuciones). Características ambas acordes con una visión del gobierno corporativo centrada en el aprovechamiento de recursos valiosos como el conocimiento y las redes de consejeros. Esta concepción más global de gobierno corporativo parece coherente con un negocio en el que conservar y rendir lo valioso que ya se posee es su ventaja competitiva.

NOTAS

(*) Los autores desean agradecer los comentarios de Fernando Gallardo y la ayuda de Laura Arranz en la búsqueda y recopilación de los datos empleados para este artículo. La ayuda financiera del Ministerio de Economía y Competitividad (ECO2012-32554) es reconocida.

(1) Un mecanismo de gobierno adicional que sería interesante estudiar es el sistema de retribución de la alta dirección, y especialmente del CEO, pero dadas las dificultades que hemos encontrado para completar una información mínima para todo el periodo estudiado hemos decidido no analizarlo. Afortunadamente ya es posible encontrar datos

retributivos para los años más recientes, pero lo que hoy es costumbre publicar no lo era en años anteriores.

(2) Véase ARRANZ APERTE (2013) para una descripción amplia de las empresas no financieras europeas y particularmente de sus estructuras de gobierno.

(3) Son Telecom Italia SPA, France Telecom, Deutsche Telekom AG, Telefónica S.A. y Vodafone Group PLC.

(4) Es bien conocido que no todos los consejeros externos son independientes en el sentido marcado por los códigos de buen gobierno. En el espíritu y la letra de los códigos, consejeros independientes serían aquellos que no teniendo conflictos de intereses son nombrados como tales por la Junta de Accionistas a propuesta del Consejo de Administración o del propio consejero delegado. La forma de nombramiento y la idiosincrasia de nuestro ordenamiento mercantil arroja tantas sospechas sobre la esencia del concepto que no falta quien, con un razonamiento convincente, pone en duda el nombramiento de consejeros independientes (véase GUTIÉRREZ Y SÁEZ, 2012).

(5) En 2009, el porcentaje de propiedad del accionista principal de France Telecom es del 67 por 100, el de Telecom Italia del 20 por 100 y el de Deutsche Telekom del 17 por 100, mientras que el de Vodafone era del 9 por 100.

(6) Presencia mayor que lo que su participación indicaría, la cual asciende en 2012 al 5,75 y 5,96 por 100 respectivamente.

(7) Más información sobre estos conceptos y su efectividad en el buen gobierno puede encontrarse en LARCKER, SO Y WANG (2010) y BLANCO ALCÁNTARA (2012).

(8) No ha de olvidarse que parte del *interlocking* puede deberse a la presencia de consejeros dominicales.

(9) En 2011, en Deutsche Telekom se crea el Comité de Innovación Tecnológica y en France Telecom el de Responsabilidad Social de la Empresa.

(10) No obstante, la presencia en el consejo de Telefónica de consejeros dominicales de dos grandes entidades financieras españolas refuerza el papel supervisor del consejo, permitiendo diversificar los comités hacia funciones de asesoría.

(11) Esta es una medida aproximada de la Q de Tobin, que pone en relación el valor de mercado de la empresa con el coste de reposición de sus activos. Aunque en la mayoría de trabajos de gobierno corporativo se emplea como una medida de la *performance*, de creación de valor, su propia concepción esconde una medida de las oportunidades de crecimiento que se le presentan a la empresa y que se traducen en un valor de mercado de la empresa en funcionamiento superior al que tendría si repusiéramos sus activos al mismo tiempo.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, R.; HERMALIN, B., y WEISBACH, M.S. (2010), «The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey», *Journal of Economic Literature*, vol. 48: 59-108.
- ANDRÉS, P. DE, y RODRÍGUEZ, J.A. (2011), «Corporate boards in high-tech firms», *The Spanish Review of Financial Economics*, 9: 69-79.
- ANDRÉS, P. DE, y SANTAMARÍA, M. (2010), «Un paseo por el concepto de gobierno corporativo», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2: 15-34.
- ARRANZ APERTE, L. (2013), *CEO compensation, Board of Directors and Corporate Governance in European Companies*. Tesis Doctoral UAM, Madrid.
- BEBCHUCK, L.A. (2005), «Pay without performance: An overview of the issues», *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4): 8-23.
- BEBCHUCK, L.A., y FRIED, J.M. (2003), «Executive compensation as an agency problem», *Journal of Economic Perspectives*, 17(3): 71-92.
- (2004), *The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts y Londres.
- BLANCO ALCÁNTARA, D. (2012), *Tres ensayos sobre redes sociales y gobierno de la empresa*, Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- CAPASSO, A., y DAGNINO, G. (2012), «Beyond the 'silo view' of strategic management and corporate governance: evidence from Fiat, Telecom Italia and Unicredit», *Journal of Management and Governance*, Diciembre DOI 10.1007/s10997-012-9247-0.
- COLES, J.; LEMMON, M., y WANG, Y. (2008), «The joint Determinants of Managerial ownership, board independence and firm performance», SSRN 1089758.
- Directiva 2003/51/CE, de 18 de junio de 2003, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.
- Directiva 2005/56/CE, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital.
- Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
- FALEYE, O.; HOITASH, R., y HOITASH, U. (2011a), «The cost of intense board monitoring», *Journal of Financial Economics*, 101(1): 160-181.
- (2011b), «Advisory directors». SSRN (<http://ssrn.com/paper=1866166>).
- GUTIÉRREZ, M., y SAEZ, M.I. (2012), «El mito de los consejeros independientes», *Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 2, 44 pp.
- HERMALIN, B. (2010), «Understanding Firm Value and Corporate Governance», *Working paper UC at Berkeley*.
- JENSEN, M.C. (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
- LARCKER, D., y So, W. (2010), «Boardroom Centrality and Stock Return». Rock Center of Corporate Governance, Stanford University, *Working paper # 84* (<http://ssrn.com/abstract=1651407>).
- LINK, J.; NETTER, J., y YANG, T. (2008), «The determinants of board structure», *Journal of Financial Economics*, 87: 208-328.
- REEB, D., y UPADHYAY, U. (2010), «Subordinate board structures», *Journal of Corporate Finance*, 16: 469-486.
- SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, vol. 52, 2: 737-783.

ANEXO

TABLA A.1

EMPRESAS EUROPEAS CONSIDERADAS EN LOS VALORES PROMEDIOS (2001-2009)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
No Financieras	575	687	819	962	1.168	1.369	1.525	1.542	1.441
Telecomunicaciones	12	12	12	13	12	15	15	16	14

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boardex y Thomson.

ANEXO (continuación)

TABLA A.2

**EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES EUROPEAS CONSIDERADAS EN LOS VALORES PROMEDIOS
CON SU CAPITALIZACIÓN DE MERCADO
(Millones de dólares, de 2001 a 2009)**

2001		2002		2003	
Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa
22,87	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	25,72	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	201,11	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)
668,98	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	488,10	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	239,50	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)
1.011,61	MOBISTAR SA	1.618,36	TISCALI SPA	2.561,00	TISCALI SPA
3.217,42	TISCALI SPA	5.554,02	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA	2.599,15	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)
9.253,30	TELECOM ITALIA SPA	8.147,02	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)	6.663,06	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA
9.677,75	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	8.621,41	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	12.625,10	PORTUGAL TELECOM SGPS SA
11.349,80	KPN (KONINKLUKE) NV	8.987,02	TELECOM ITALIA SPA	19.229,15	KPN (KONINKLUKE) NV
18.894,76	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)	16.207,12	KPN (KONINKLUKE) NV	21.517,75	BT GROUP PLC
45.683,47	FRANCE TELECOM	20.868,23	FRANCE TELECOM	30.336,68	TELECOM ITALIA SPA
47.728,01	BT GROUP PLC	34.578,66	BT GROUP PLC	68.663,39	FRANCE TELECOM
61.919,04	TELEFÓNICA SA	43.339,63	TELEFÓNICA SA	72.284,16	TELEFÓNICA SA
177.198,78	VODAFONE GROUP PLC	125.842,52	VODAFONE GROUP PLC	121.777,52	VODAFONE GROUP PLC
2004		2005		2006	
Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa
324,69	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	453,40	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	533,53	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)
475,31	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	692,74	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	597,16	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)
1.394,77	TISCALI SPA	5.848,89	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)	1.415,92	TISCALI SPA
5.688,41	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)	10.416,00	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA	4.587,87	CABLE & WIRELESS PLC (De-listed 03/2010)
8.827,57	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA	11.384,69	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	13.340,65	TELEKOM AUSTRIA AG
15.514,47	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	11.756,46	BELGACOM SA	14.647,50	PORTUGAL TELECOM SGPS SA
15.637,41	BELGACOM SA	21.493,78	KPN (KONINKLUKE) NV	14.710,62	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA
23.667,34	KPN (KONINKLUKE) NV	33.007,08	BT GROUP PLC	15.919,31	BELGACOM SA
28.088,38	BT GROUP PLC	38.797,00	TELECOM ITALIA SPA	27.389,01	KPN (KONINKLUKE) NV
42.319,91	TELECOM ITALIA SPA	64.395,14	FRANCE TELECOM	32.135,36	BT GROUP PLC
81.689,38	FRANCE TELECOM	73.777,97	TELEFÓNICA SA	40.405,88	TELECOM ITALIA SPA
93.622,64	TELEFÓNICA SA	171.494,78	VODAFONE GROUP PLC	71.911,36	FRANCE TELECOM
159.690,27	VODAFONE GROUP PLC			80.735,20	DEUTSCHE TELEKOM AG
				104.606,63	TELEFÓNICA SA
				125.673,18	VODAFONE GROUP PLC
2007		2008		2009	
Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa	Capitalización de mercado	Empresa
406,21	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	27,82	DAISY GROUP PLC (Freedom4 Group PLC prior to 07/2009)	441,11	TISCALI SPA
785,23	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	446,22	KCOM GROUP (Kingston Communications (Hull) prior to 08/2007)	1.719,68	FREENET AG (TELLUNICO HLDG AG prior to 03/2007)
1.246,91	TISCALI SPA	609,58	TISCALI SPA	4.124,03	MOBISTAR SA
2.258,63	FREENET AG (TELLUNICO HLDG AG prior to 03/2007)	751,71	FREENET AG (TELLUNICO HLDG AG prior to 03/2007)	6.303,67	TELEKOM AUSTRIA AG
12.872,02	TELEKOM AUSTRIA AG	4.307,97	MOBISTAR SA	7.236,37	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA
13.392,95	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	6.701,66	TELEKOM AUSTRIA AG	8.680,98	BT GROUP PLC
16.674,63	BELGACOM SA	7.564,41	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	10.959,03	PORTUGAL TELECOM SGPS SA
18.058,93	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA	8.107,87	HELLENIC TELECOM ORGANIZATION (OTE) SA	12.279,73	BELGACOM SA
33.529,07	KPN (KONINKLUKE) NV	12.841,59	BELGACOM SA	20.819,82	TELECOM ITALIA SPA
41.810,96	TELECOM ITALIA SPA	21.765,43	TELECOM ITALIA SPA	27.670,08	KPN (KONINKLUKE) NV
49.267,98	BT GROUP PLC	24.736,05	KPN (KONINKLUKE) NV	64.179,98	DEUTSCHE TELEKOM AG
93.906,59	FRANCE TELECOM	33.659,29	BT GROUP PLC	66.235,13	FRANCE TELECOM
96.321,55	DEUTSCHE TELEKOM AG	66.314,97	DEUTSCHE TELEKOM AG	92.342,06	VODAFONE GROUP PLC
140.429,47	VODAFONE GROUP PLC	72.536,10	FRANCE TELECOM	127.406,41	TELEFÓNICA SA
153.728,11	TELEFÓNICA SA	105.481,45	TELEFÓNICA SA		
		159.336,91	VODAFONE GROUP PLC		