



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Economía

Curso 2013 /2014

UN ESTUDIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO: SACYR, ACCIONA Y ACS

A STUDY OF CORPORATE GOVERNANCE: SACYR, ACCIONA AND ACS

Realizado por la alumna Dña. Ana Álvarez Rodríguez

Tutelado por la Profesora Dña. Laura Cabeza García

León, 11 de julio de 2014

UN ESTUDIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO: SACYR, ACCIONA Y ACS

A STUDY OF CORPORATE GOVERNANCE: SACYR, ACCIONA AND ACS



Ana Álvarez Rodríguez

2014

1. ÍNDICE GENERAL

1. Resumen (Abstract)	1
2. Introducción.....	2
3. Objetivos del estudio y metodología empleada	3
3.1. Objetivos	3
3.2. Metodología	4
4. El gobierno corporativo: Concepto y mecanismo de control	5
4.1. Concepto de gobierno corporativo	5
4.2. Mecanismos internos de gobierno corporativo.....	13
4.2.1. La estructura de la propiedad	14
4.2.1.1. Concentración de la propiedad	14
4.2.1.2. Participación en el capital de los internos (directivos).....	16
4.2.2. Consejo de administración	16
4.2.3. Nivel de endeudamiento	22
4.2.4. Sistema de incentivos.....	22
4.3. Mecanismos externos de gobierno corporativo.....	23
4.3.1. Mercado de empresas	24
4.3.2. Mercado de capitales.....	25
4.3.3. Mercado de trabajo de los directivos.....	26
4.3.4. Mercado de bienes y servicios.....	27
5. Estudio descriptivo del gobierno corporativo: Sacyr, Acciona, ACS	28
5.1. Introducción.....	28
5.2. Sacyr	32
5.2.1. Historia de Sacyr	32
5.2.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en Sacyr	33
5.3. Acciona	40
5.3.1. Historia de Acciona.....	40
5.3.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en Acciona	42

1. ÍNDICE GENERAL (continuación)

5.4. ACS.....	46
5.4.1. Historia de ACS	46
5.4.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en ACS.....	47
5.5. Resumen del seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe.....	53
5.6. Relación entre el gobierno corporativo y la <i>performance</i> empresarial	56
6. Conclusiones.....	60
7. Bibliografía.....	63
9. Anexos.....	72
Anexo1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013.....	72
Anexo2. Número de veces (años) en los que se cumple cada recomendación: Sacyr, Acciona y ACS.....	87

2. ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 4.1. Recomendaciones del Código Conthe 2006: número y contenido general.....	8
Figura 4.2. Mecanismos internos de gobierno corporativo	13
Figura 4.3. Mecanismos externos de gobierno corporativo.....	24

3. ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 4.1. Modificaciones en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013	10
Cuadro 5.1. Composición y propuestas planteadas por los consorcios	30
Cuadro 5.2. Cumplimiento a nivel de recomendaciones: Sacyr, Acciona y ACS.....	55

4. ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 5.1. Número de recomendaciones que cumple Sacyr.....	34
Tabla 5.2. Número de recomendaciones que cumple Acciona.....	42
Tabla 5.3. Dominicales e independientes y su participación en el capital de Acciona	44
Tabla 5.4. Número de recomendaciones que cumple ACS	48
Tabla 5.5. Dominicales e independientes y su participación en el capital de ACS.....	49
Tabla 5.6. Porcentaje de recomendaciones que cumplen las empresas según criterio propio.....	53

4. ÍNDICE DE TABLAS (continuación)

Tabla 5.7. Ratio de gobierno corporativo y <i>performance</i> empresarial.....	58
Tabla 5.8. Matriz de correlaciones: gobierno y <i>performance</i>	59

5. ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1. Número de miembros del consejo de administración en Sacyr.....	35
Gráfico 5.2. Evolución de los miembros de la comisión delegada y del consejo de administración (Sacyr).....	38
Gráfico 5.3. Composición de la comisión de nombramientos y retribuciones en Sacyr.....	40
Gráfico 5.4. Composición del consejo y de la comisión delegada (Acciona).....	42
Gráfico 5.5. Porcentaje de participación femenina en el consejo de Acciona.....	44
Gráfico 5.6. Número de consejeros en cada una de las tipologías (ACS).....	49
Gráfico 5.7. Número de reuniones del consejo de administración en ACS	51
Gráfico 5.8. Composición de la comisión de nombramientos y retribuciones en ACS	52
Gráfico 5.9. Gobierno y <i>performance</i> (valores medianos).....	59

1. RESUMEN

El presente Trabajo Fin de Grado aborda el estudio del gobierno corporativo, un aspecto de relevancia a nivel estratégico dentro de la empresa y que en los últimos años ha recibido un creciente interés a nivel académico y empresarial, en especial tras los escándalos financieros acaecidos. Más concretamente, en primer lugar, se define el concepto de gobierno corporativo así como las variables que delimitan los principales mecanismos de gobierno. En segundo lugar, se llevará a cabo un análisis descriptivo del cumplimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno vigente en nuestro país, el Código Conthe, en especial, en lo relativo al consejo de administración, de tres empresas españolas cotizadas en el periodo 2009-2012 (Sacyr, Acciona y ACS). Finalmente, se estudiará si existe alguna relación entre un buen gobierno corporativo y la *performance* empresarial.

Palabras clave: gobierno corporativo, consejo de administración, *performance* empresarial, Código Conthe

ABSTRACT

This project presents a study about corporate governance which is a relevant issue at a strategic level within the company and lately it has received an increasing interest in academic and business levels, mainly after the financial scandals happened. Firstly, the concept of corporate governance and the variables which define the main governance mechanisms are defined. Secondly, it will perform a descriptive analysis of compliance with the recommendations of current good corporate code which in Spain is called Conthe Code, specially, those recommendations related to board of directors, of three Spanish listed companies (Sacyr, Acciona y Acs), during the period 2009-2012. Finally, it will analyse if there is some relationship between good corporate governance and financial performance.

Keywords: corporate governance, board of directors, performance, Conthe Code

2. INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de medidas o mecanismos tanto internos como externos a la empresa que ésta puede emplear con la finalidad de evitar acciones oportunistas y garantizar un correcto funcionamiento y comportamiento de los distintos integrantes de la compañía, al alinear los intereses de todos los *stakeholders* hacia la misma dirección. Este concepto ha experimentado un gran desarrollo tanto a nivel académico como empresarial en los últimos años, dado que el diseño de un buen gobierno puede, en términos generales, influir positivamente en la *performance* empresarial (Shleifer y Vishny, 1997). Así, desde 1932, fecha de la que datan los primeros trabajos, se han ido sucediendo múltiples estudios sobre su importancia y el conjunto de variables que deben tenerse en cuenta para su análisis. En el caso de España, actualmente las recomendaciones de buen gobierno corporativo están recogidas en el denominado Código Conthe ó Código Unificado que fue elaborado en 2006 por el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en aquel momento; recientemente, en junio del año 2013 dicho código fue actualizado y revisado, estando compuesto hoy en día por 53 recomendaciones.

En este contexto, el principal objetivo del presente Trabajo Fin de Grado a partir de tres empresas españolas cotizadas es describir el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno, en especial en relación al consejo de administración (uno de los principales mecanismos de gobierno de nuestro país), viendo también si hay una tendencia de mejoría o no en el tiempo. Además, aún siendo conscientes de que muchos otros factores pueden influir, se tratará de estudiar si aquellas empresas que cumplen en mayor medida el Código Conthe presentan también mejores resultados económicos.

La elección de las compañías objeto de estudio está justificada, en primer lugar, por la actualidad del sector al que pertenecen, el de la construcción, conocido en nuestro país por el desarrollo que ha experimentado en los últimos años y que ha culminado con el estallido de la conocida burbuja inmobiliaria. Por ello, nos ha parecido interesante estudiar en este sector de actividad la influencia del buen gobierno sobre los resultados empresariales. En segundo lugar, porque dentro de dicho sector, una empresa española, Sacyr, ha aparecido en los últimos meses y en repetidas ocasiones en prensa por la concesión de la construcción de parte del Canal de Panamá, al liderar el consorcio que

finalmente alcanzó dicha concesión. De forma similar, otras dos empresas españolas (Acciona y ACS) formaban parte de otro de los consorcios que optaba a la concesión.

La estructura establecida y desarrollada a lo largo de este trabajo es la siguiente. En el primer capítulo se revisará desde un punto de vista teórico que se entiende por gobierno corporativo, su evolución o desarrollo y las principales variables que influyen en la consecución de un buen gobierno. A continuación, en el capítulo 5 se presentará un análisis descriptivo sobre el cumplimiento y evolución de las recomendaciones de gobierno a nivel individual para cada una de las empresas, creando además un índice que permita la comparación conjunta entre las tres compañías. De igual forma, se analiza la posible relación entre gobierno-resultados. Finalmente, se presentan una serie de conclusiones sobre los objetivos prefijados.

3. OBJETIVOS DEL ESTUDIO Y METODOLOGÍA EMPLEADA

3.1. OBJETIVOS

En línea con el objetivo general planteado en la introducción, el presente Trabajo Fin de Grado pretende conseguir los siguientes objetivos específicos:

A nivel teórico:

- ♦ Explicar el concepto de gobierno corporativo, revisando también su evolución y los principales mecanismos (internos y externos) que las empresas tienen a su disposición para diseñar un buen gobierno.

A nivel práctico:

- ♦ Revisión y análisis de las principales recomendaciones del Código Conthe, en lo relativo a la estructura de propiedad y al consejo de administración, tras la actualización de dicho código en junio del año 2013.
- ♦ Identificar cuáles son los apartados de los informes anuales de gobierno corporativo (IGC) a partir de los cuales se puede concluir el cumplimiento o no de las recomendaciones establecidas en el Código Conthe.
- ♦ Analizar la evolución del cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado en el caso de tres empresas españolas vinculadas al sector de la

construcción para el periodo 2009-2012. Para ello, se recopilará toda la información disponible a partir de los IGC, revisando una a una el cumplimiento de todas las recomendaciones e identificando los cambios o variaciones que se hayan podido experimentar con el paso del tiempo.

- ♦ Estudiar la relación entre el índice de gobierno construido y la *performance* empresarial medida en términos de rentabilidad y de valor.

3.2. METODOLOGÍA

Para la consecución de todos estos objetivos es necesario disponer de información que permita analizar y concluir unos resultados. Así, en este Trabajo Fin de Grado tanto la información para el apartado teórico como para el análisis descriptivo realizado se obtiene mediante fuentes descriptivas y secundarias, ya que todas ellas han sido elaboradas por otros autores u organismos externos a nosotros. Más concretamente, en la primera parte del estudio (capítulo 4), la revisión bibliográfica se realizará a partir de manuales, revistas, tesis, etc. tanto nacionales como internacionales.

Por su parte, para el capítulo 5, como paso previo al análisis descriptivo propiamente dicho, se ha seleccionado, buscado y extraído la información necesaria, consultando a distintos organismos, entre otros, la Bolsa de Madrid o la CNMV, para recopilar en el periodo 2009-2012 y para las tres empresas (Sacyr, Acciona y ACS) la información relativa a la capitalización de mercado, al gobierno de la empresa y aquella de naturaleza económico-financiera a partir de los estados contables depositados en la CNMV. Para el análisis descriptivo, como se ha comentado, se construirá un índice de gobierno corporativo como cociente entre el número de recomendaciones que cumple cada empresa en cada año respecto al número de recomendaciones aplicables, así como distintos indicadores de *performance* empresarial (rentabilidad económica y financiera, y valor), presentando también la matriz de correlaciones para detectar posibles correlaciones significativas entre las distintas medidas consideradas.

En consecuencia, la metodología aplicada en el trabajo está basada fundamentalmente en una revisión de la literatura así como en la realización de un análisis práctico de naturaleza descriptiva y comparativa sobre las empresas objeto de estudio (se abordará el estudio de casos) a partir de fuentes de información secundarias.

4. EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y MECANISMOS DE CONTROL

4.1. CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Antes de definir el concepto de gobierno corporativo propiamente dicho, es necesario dejar constancia de sus antecedentes que se remontan, entre otros estudios, al trabajo de Berle y Means (1932). Estos autores utilizando una muestra de las 200 empresas más grandes de Estados Unidos observaron como los directivos disponían de poder y concluyeron que gozarían incluso de más libertad de actuación cuanto más repartido ó disperso se encontrara el capital, puesto que los pequeños accionistas no tendrían incentivos para ejercer un gran control sobre el trabajo del equipo directivo. Años más tarde, este problema entre directivos y propietarios fue concretado en la denominada Teoría de la agencia. Así, se definieron dos conceptos, principal y agente, con roles e intereses diferentes, puesto que el principal (accionista) es aquel que solicita servicios y contrata a un agente (directivos) para que actúe en su nombre. Surge en consecuencia un problema si el agente no se comporta adecuadamente debido a la disparidad de intereses y al hecho de no soportar las consecuencias económicas de sus decisiones (Jensen y Meckling, 1976).

Un comportamiento oportunista de los directivos puede consistir en la apropiación de fondos, reduciendo, de esta manera, la cantidad de recursos disponibles para la financiación de actividades de la empresa, tal y como señalan Williamson (1985), Grossman y Hart (1986) o Shleifer y Vishny (1997). Cualquier comportamiento de este tipo está marcado por la búsqueda individualizada de beneficios por parte de los directivos en detrimento de los accionistas. Es por ello, que este problema de la agencia presenta una serie de costes asociados a su resolución, entre los que se distinguen principalmente tres tipos (Jensen y Meckling, 1976): *a*) el coste de la supervisión que realiza el principal sobre el agente; *b*) el coste que asume el agente a la hora de garantizar un correcto comportamiento por su parte y; *c*) la denominada pérdida residual que hace referencia a la divergencia de opiniones a la hora de tomar una decisión en base a la posición que ocupen, es decir, como se modifican los fines según si el cargo que ostentan es el de principal o el de agente.

A la luz de las ideas anteriores, el concepto de gobierno corporativo fue acuñado por primera vez a finales del siglo XX, al hacerse patente que en muchas compañías, sobre todo, en las más grandes, se producía una separación entre propietarios y directivos, delegando los primeros en los segundos para que gestionen la empresa en su nombre. De esta forma el gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos alineadores de objetivos e intereses entre los proveedores de financiación y los directivos de una empresa, con la finalidad de que los inversores posean cierta seguridad ex ante frente al riesgo que asumen al poner a disposición de los directivos sus recursos, tratando de evitar así comportamientos oportunistas por parte de estos últimos (Shleifer y Vishny, 1997). Dicho en otras palabras, hace referencia al conjunto de mecanismos internos y externos que una empresa puede emplear para proteger a sus inversores de comportamientos abusivos por parte de aquellos en los que delegan la gestión de la compañía y que pondrían en peligro la obtención de un rendimiento vinculado a la financiación proporcionada (Salas, 2002)¹.

Desde ese momento, el gobierno corporativo comenzó a adquirir importancia y a ser, por ello, objeto de estudio desde el punto de vista académico tanto teórico como empírico, y a formar parte de la agenda de los gobiernos y de las pautas de funcionamiento de las compañías, sobre todo tras determinados escándalos financieros acaecidos en el mundo empresarial. Así, estos escándalos que surgieron a principios de siglo pusieron de manifiesto la importancia del gobierno de la empresa y la no siempre del todo efectiva labor supervisora de los órganos de control, tal y como quedo patente, por ejemplo, en el conocido caso de Enron, compañía dedicada a la comercialización de gas que consiguió desarrollarse, crecer y realizar múltiples inversiones (Termes, 2003). Sin embargo, el problema surgió cuando sus beneficios empezaron a descender debido al incremento de la competencia, siendo entonces cuando comenzó la mala praxis de sus responsables, quienes ocultaron información y activos mediante la creación de entidades para fines especiales (*Special Purpose Entities*). Ello, les permitía disponer de una buena imagen que les facilitaba el acceso al crédito necesario para realizar nuevas inversiones con las que esperaban mejorar sus beneficios. Pero a comienzos del año

¹ De igual forma, es necesario comentar, que en los últimos años, se ha ampliado el concepto de gobierno corporativo, en línea al de responsabilidad social corporativa, al no considerar solamente dos grupos de interés (accionistas y directivos), sino el conjunto de relaciones entre los diversos grupos interesados e integrantes de la empresa, logrando crear una estructura de fijación de objetivos, así como las medidas para la supervisión de los mismos (OCDE, 2004).

2001, el valor de sus acciones empezó a descender y, rápidamente, quedó latente su nefasta estrategia. Se estima, que tras incorporar toda la información a los balances, su capital se vio disminuido en torno a 1.200 millones de dólares (Termes, 2003). Sin embargo, este no fue el único caso, sino que en estos años también destacan otros, como WorldCom, Parmalat ó Vivendi.

Estos acontecimientos además de constatar ineficacia en la labor supervisora de los órganos de control, derivaron en una importancia creciente para establecer reglas de actuación (gobierno de la empresa), contribuyendo así al desarrollo de los códigos de buen gobierno desde finales de los 80. El primer código se publicó en Reino Unido en 1992, “*Cadbury Report*”, mientras que en nuestro país el primero fue el Código Olivencia elaborado por Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades en el año 1998 (Chivite y Rodríguez, 2008). Este código surgió como un informe acerca del gobierno de las sociedades cotizadas, pero pasó a ser un referente y tomó el nombre del presidente de la comisión, Manuel Olivencia. Un año más tarde de su creación entró en vigor pero sin ser una norma a seguir, pues su carácter voluntario simplemente aconsejaba sobre las claves para mejorar ciertos aspectos de la gestión empresarial. Además, cabe mencionar que se centraba principalmente en el consejo de administración y, sobre todo, en su funcionamiento y en el comportamiento de sus miembros. La finalidad que pretendía, era mejorar la eficacia, responsabilidad, transparencia y, con ello, dotar de mayor credibilidad a las compañías de cara al mercado y a los inversores (Chivite y Rodríguez, 2008). En concreto, se establecieron 23 recomendaciones entre las cuales podemos identificar varias que, a día de hoy, siguen empleándose, como el número de reuniones del consejo, cuestiones relativas a su tamaño, al presidente o a los consejeros independientes (Código Olivencia, 1998).

En el año 2003, tuvo lugar la formalización de otro código por parte de la Comisión especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas: el Código Aldama, en honor a su presidente Enrique Aldama. Este código trataría de dotar de mayor seguridad a los inversores quienes no habían observado grandes cambios en los últimos años, a pesar de que ya se habían elaborado recomendaciones a este problema previamente (Chivite y Rodríguez, 2008). Las principales novedades del Informe Aldama (2003) son la incorporación del principio de

transparencia o seguridad, la necesidad de informar sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones establecidas ó la responsabilidad de los administradores que cobra vital importancia debido a los múltiples escándalos anteriormente mencionados. El resto del informe tiene una estructura similar al Código Olivencia, manteniendo en todo momento que la última decisión la toma la empresa, quien posee plena libertad de actuación. Pero este informe tampoco resultó ser muy efectivo. Por ello, las modificaciones se sucedieron tratando de mejorar la comunicación entre propietarios y el mercado, los inversores.

Así, el último código vigente en nuestro país supuso una mezcla de lo desarrollado hasta el momento, quedando reflejado en un único documento, el Código Unificado de Buen Gobierno, más conocido como Código Conthe, debido al presidente de la CNMV en ese momento, Manuel Conthe, quien lo llevó a cabo en 2006. Quizás lo más destacable respecto a los anteriores, es que se trata de un informe más denso, recogiendo inicialmente 58 recomendaciones sobre la Junta General, los estatutos o el consejo de administración, de las cuales 18 eran nuevas (Chivite y Rodríguez, 2008).

En la Figura 4.1 se presenta de forma genérica el número de recomendaciones en cada categoría establecida.

Figura 4.1. Recomendaciones del Código Conthe 2006: número y contenido general

Nº recomendaciones	
○ Estatutos y Junta General (Información para establecer acuerdos, fraccionamiento del voto...)	6
○ Consejo de Administración (Interés social, diversidad de consejeros, reuniones...)	20
○ De los Consejeros (Nombramiento, cese y dimisión...)	15
○ De las Comisiones (Delegada, de Auditoria...)	17
	Total = 58

FUENTE: Elaboración propia a partir del Código Conthe (2006)

Además, la CNMV estableció la condición de “cumplir y explicar”, por la cual las empresas deben justificar el no cumplimiento de alguna de las recomendaciones con la finalidad de que los inversores comprendan mejor la situación en la que se encuentra la compañía (Código Conthe, 2006). Recientemente, el año pasado, este código ha sufrido modificaciones en algunos aspectos como la supresión del periodo de 12 años establecido como el tiempo máximo que un consejero podía ser considerado independiente, no se recoge ya la necesidad de detallar las medidas llevadas a cabo para favorecer la inserción laboral de las mujeres, aunque se mantiene la recomendación de incluir tanto hombres como mujeres dentro del consejo, también se producen modificaciones en lo relativo a las retribuciones de los consejeros así como otros cambios que se pueden apreciar en Cuadro 4.1. Tras estas modificaciones de junio del año 2013, el número actual de recomendaciones del Código Conthe (2013) ascienden a 53, tal y como se recoge de manera detallada en el Anexo 1.

Cuadro 4.1. Modificaciones en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013

Apartados	Código Conthe 2006	Código Conthe 2013
<i>Consejo de Administración</i>	(11) En el apartado <i>Otros consejeros</i> se fija: Que si existiera algún consejero externo que no pueda ser considerado dominical ni independiente, la sociedad explique tal circunstancia y sus vínculos, ya sea con la sociedad o sus directivos, ya con sus accionistas.	Desaparece este apartado y, por ende, dicha recomendación.
	(15) <i>Sobre la Diversidad de Género</i> : En su recomendación, se establece como obligación del consejo explicar los motivos y las iniciativas adoptadas para corregir dicha situación.	(14) En 2013 se elimina esta obligación de la recomendación manteniendo la idea de que debe incluirse en la selección tanto a hombres como mujeres.
<i>De los Consejeros</i>	(29) Se establece un apartado sobre <i>la rotación de consejeros independientes</i> y recomendando que este tipo de consejeros no permanezcan como tales durante un período continuado superior a 12 años.	Desaparece este apartado y la recomendación.
	(31) <i>Dentro del epígrafe cese y admisión</i> : En 2006 las condiciones para ser independiente se recogían en el apartado de definiciones situado al final de las recomendaciones.	(29) El apartado de definiciones desaparece y por ello, es la Orden ECC/461/2013, la que se emplea como referencia para referirse a las condiciones a tener en cuenta para ser denominado consejero independiente.
	(32) <i>Dentro del epígrafe cese y admisión</i> Los consejeros deben informar de todas aquellas actuaciones o comportamientos que afecten a la reputación de la sociedad a la que pertenecen. Destacando cualquier delito recogido en el artículo 124 de la Ley de Sociedades Anónimas.	(30) Sólo se modifica la referencia de los delitos, siendo en este caso el artículo 213 de la Ley de Sociedades de Capital.
	<i>En cuanto a las retribuciones de los consejeros</i> se establecen: (35) Un Régimen de aprobación y transparencia que recoge los distintos componentes de la retribución (cuota fija, bonus, acciones, seguros de vida...) con el fin de dotar de la mayor transparencia posible, evitando así remuneraciones excesivas.	Desaparece este apartado y la recomendación.

Cuadro 4.1. Modificaciones en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

Apartados	Código Conthe 2006	Código Conthe 2013
De los Consejeros	<p>En cuanto a las retribuciones de los consejeros se establecen:</p> <p>(40) Apartado de la Votación consultiva por la Junta. Con ello, se trata de que las retribuciones tengan un mayor control. Además, se elabora un informe que debe estar a disposición de los accionistas y en el que se recoge los pagos realizados durante todo el año.</p> <p>(41) Apartado de Transparencia de retribuciones individuales. Estas se recogerán en la memoria haciendo referencia no solo al conjunto, sino a todos y cada uno de los consejeros de forma individual. Realizando un amplio desglose que justifique dicha remuneración.</p>	Desaparecen estos apartados y las recomendaciones..
De las Comisiones	<p>(50.1º) En cuanto al Comité de Auditoría, se disponen los siguientes apartados:</p> <p>A) Supervisa el proceso de elaboración y la integridad de la información financiera relativa a la sociedad y, en su caso, al grupo, revisando el cumplimiento de requisitos normativos, la adecuada delimitación del perímetro de consolidación y la correcta aplicación de los criterios contables;</p> <p>B) Revisar periódicamente los sistemas de control interno y gestión de riesgos, para que los principales riesgos se identifiquen, gestionen y den a conocer adecuadamente.</p>	(45.1º) En cambio ahora aparece un único apartado: a. Que los principales riesgos identificados como consecuencia de la supervisión de la eficacia del control interno de la sociedad y la auditoría interna, en su caso, se gestionen y den a conocer adecuadamente.
	<p>(50.2º) Dentro del apartado <i>Comité de Auditoría</i>. Sobre el Auditor externo se fija la siguiente recomendación: Elevar al Consejo las propuestas de selección, nombramiento, reelección y sustitución del auditor externo, así como las condiciones de su contratación. Y, en el caso de grupos, favorecer que el auditor del grupo asuma la responsabilidad de las auditorías de las empresas que lo integren.</p>	Desaparecen ambos apartados de la recomendación.
	Número total de recomendaciones: 58	Número total de recomendaciones: 53

* Entre paréntesis se indica la recomendación en la que aparecen respecto a cada código FUENTE: Elaboración propia a partir del Código Conthe (2006 y 2013)

Además de los códigos anteriores, en nuestro país se han elaborado también leyes propias como la Ley 44/2002 sobre medidas de reforma del sistema financiero, puesto que este sector se extendió enormemente, hasta tal punto que la economía real dependía de su funcionamiento y, por ello, se buscó que su funcionamiento fuera correcto, sin fallos. Otras leyes han sido por ejemplo la Ley de Transparencia (2003) o la Circular 1/2004 de la CNMV, “sobre el informe anual del gobierno corporativo y otros instrumentos de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades”, los cuales deben ser hechos públicos de acuerdo a la Circular 4/2007.

Según el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (2014), hoy en día son 45 los países que poseen recomendaciones sobre un buen gobierno corporativo. No obstante, éstas no solo se han realizado a nivel de país, sino que debido a la relevancia que adquirieron con el paso del tiempo y teniendo en cuenta también que el funcionamiento de las empresas va vinculado en cierta medida al mercado y, por ende, a la economía, organismos internacionales como la OCDE, Naciones Unidas, la Unión Europea ó a la European Bank for Reconstruction and Development han elaborado sus propios informes sobre como deberían organizarse las compañías para evitar los comportamientos oportunistas y poseer el control en determinadas situaciones. Así, se han publicado más de 300 códigos desde el año 1992, debido también en parte a los continuos cambios y modificaciones a los que han sido sometidos con el fin lograr el mejor resultado posible.

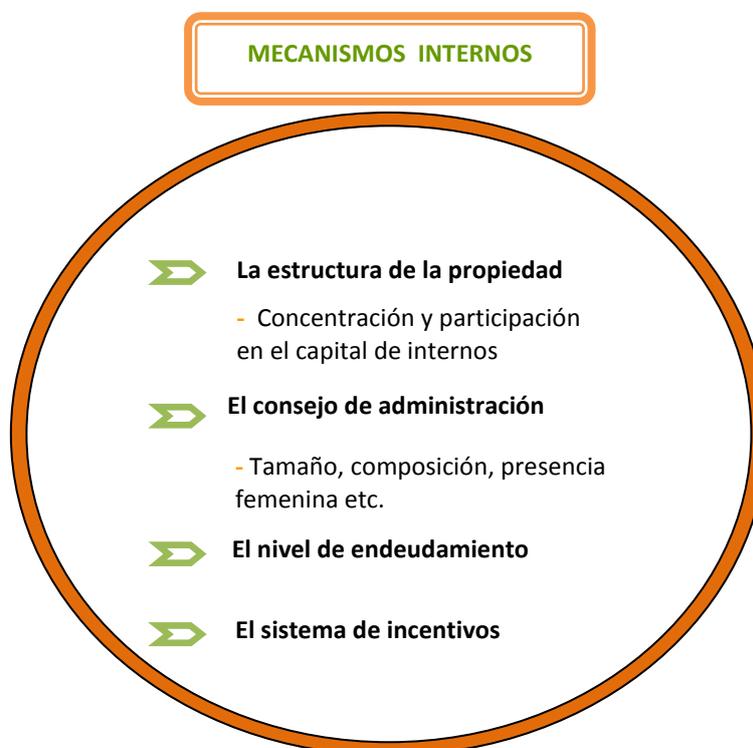
En este contexto de divergencia de objetivos entre propiedad y control (principal vs. agente) que se ha ido exponiendo y en línea con el contenido de los códigos de buen gobierno se necesita fijar un control sobre los directivos, sobre su comportamiento, con el fin último de acercar posturas (Jensen y Meckling, 1976). En todo caso, es necesario comentar que la Teoría de la agencia años más tarde fue complementada con la Teoría del *stewardship* (Davis et al., 1997) que considera la existencia de dos tipos de directivos: el agente y el servidor. Por tanto, solo bajo la primera perspectiva, directivo agente, se hace necesario delimitar mecanismos de control de directivos, pues un directivo tipo servidor buscará el bienestar de todos los *stakeholders*, y para ello la principal forma de lograrlo es maximizar el valor de la compañía a largo plazo, de forma que no se producirán divergencias de objetivos ni intereses entre los distintos miembros de la empresa (Hernández, 2012).

Concretamente, el control sobre los directivos tipo agente para minimizar los costes de agencia se puede establecer a nivel interno o externo, como por ejemplo, el control por parte del “mercado de capitales, del mercado de productos y factores, la regulación política y jurídica y el sistema de control interno encabezado por el consejo de administración” (Jensen, 1993: 853). Por ello, en los siguientes apartados, se explicarán con más detalle los distintos tipos de mecanismos de control de gobierno corporativo, diferenciando entre los mecanismos internos, es decir, aquellos surgidos en el seno de la empresa, y los mecanismos externos, vinculados a los diferentes mercados en los que la compañía puede estar presente.

4.2. MECANISMOS INTERNOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

A nivel interno se habla de fijar indicadores desde dentro, desde la empresa, de forma que pueden distinguirse: supervisión directa e incentivos a los directivos. A su vez, dentro de la supervisión directa, se encuentra: la estructura de la propiedad, el consejo de administración y el nivel de endeudamiento (Guerras y Navas, 2002). A continuación se explican brevemente cada uno de ellos (Figura 4.2).

Figura 4.2. Mecanismos internos de gobierno corporativo



FUENTE: Elaboración propia a partir de Guerras y Navas (2002)

4.2.1. La estructura de la propiedad

La propiedad y su división requiere de análisis al influir en el funcionamiento y desarrollo empresarial desde el momento que se considera a la compañía como “un conjunto de contratos que se establecen entre los distintos factores de producción, los cuales persiguen sus propios intereses” (Jensen y Meckling, 1976: 313). Sin embargo, para Demsetz (1983), la estructura de la propiedad es el resultado de un conjunto de relaciones endógenas, en las que los accionistas y el mercado de valores tienen una gran influencia, de forma que la estructura de la propiedad y el funcionamiento de la empresa no guardarían ninguna relación. En esta línea, Demsetz y Villalonga (2001) no encuentran una relación significativa entre la estructura de propiedad y el resultado empresarial.

A lo largo de la historia se han analizado dos cuestiones en relación a la estructura de la propiedad. Por un lado, el grado de concentración de la propiedad y, por otro, la participación de los internos (directivos) en el capital de la empresa. Ambas cuestiones se explican en los dos siguientes sub-apartados.

4.2.1.1. Concentración de la propiedad

La propiedad se encuentra concentrada cuando son pocos los agentes que comparten un bien, en este caso una empresa, de forma que esta situación puede presentarse en aquellos casos en los que hay pocos accionistas, o incluso en aquellas compañías donde habiendo muchos miembros son pocos los que poseen un gran porcentaje de representación en el capital de la empresa. Un aumento de la concentración también se puede producir a través de las ofertas públicas de adquisición (OPA) mediante las cuales se compra parte o todo el capital de otra compañía con el fin de decidir sobre ella o mediante la influencia de los proveedores de recursos, principalmente, los bancos (Shleifer y Vishny, 1997).

Por lo general, son las pequeñas empresas las que presentan una propiedad concentrada y, por tanto, los *stakeholders* o grupos de interés tienden a compartir intereses, a que estos sean más similares. En cambio, a medida que las compañías van desarrollándose y creciendo, su capital se dispersa entre diferentes miembros, debido a la necesidad de lograr una mayor financiación para alcanzar sus objetivos, de modo que recurrirán al mercado en busca de nuevos inversores (Berle y Means, 1932).

Así, hay que tener en cuenta que en las compañías también existen representantes y portadores de recursos en menor cuantía quienes lucharán por tener voz y voto en las diversas decisiones y medidas adoptadas que también les perjudican en caso de fracaso. Es por ello que el mayor problema al que se enfrentan estas minorías, sobre todo los accionistas minoritarios, es cómo conseguir controlar a los grandes representantes ó al equipo directivo (Shleifer y Vishny, 1997). Aparece así, el problema del *free-rider* que consiste en disfrutar de las ventajas sin asumir los costes de control, siendo estos pequeños accionistas quienes los asumen pues, debido a su participación, carecen de recursos para frenar o derogar el comportamiento de los directivos (Grossman y Hart, 1980). Este comportamiento está muy presente, por ejemplo, en la gestión de los bienes públicos, cuyas principales características son la universalidad y no exclusión, siendo en esta última en la que radicaría la solución al problema del *free-rider* según Grossman y Hart (1980). La solución que pueden tomar los pequeños accionistas es perseguir un objetivo común, unir sus votos, logrando con ello, tener incentivos de lucha ante esta situación. Así, lograrán no ser los únicos en asumir los costes y los beneficios que obtengan deberían ser mayores a la supervisión y esfuerzo realizado para que este sacrificio tenga sentido y se lleve a cabo (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1986). Así pues, la filosofía de este mecanismo de gobierno es que la falta de incentivos para controlar la actuación directiva desaparece en el caso de que exista un número reducido de accionistas con una participación significativa que les permita obtener unos beneficios superiores a los costes de control y supervisión².

Sin embargo, aunque la existencia de grandes accionistas o inversores puede asegurar un control sobre la actuación de los directivos, también supone riesgos ó problemas para los accionistas minoritarios, dado que pueden adoptar decisiones que les permitan la obtención de beneficios privados de control (Shleifer y Vishny, 1997) ó porque limita las posibilidades de diversificar el riesgo (Demsetz y Lehn, 1985). Así, aunque diversos estudios empíricos sugieren una relación positiva y significativa entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad (Mork et al., 1988), la rotación de los directivos (Franks y Mayer, 1994) ó el valor empresarial (Perrini et al., 2008), otros autores como Thomsen y Pedersen (1997) muestran una relación negativa entre la

² De igual forma, se considera que la concentración de la propiedad y el sistema legal son mecanismos sustitutivos a la hora de controlar a los directivos, de modo que “los países con menor protección legislativa presentan empresas con una estructura de propiedad muy concentrada” (La Porta et al., 2000: 13).

rentabilidad de los activos y la concentración de la propiedad. Además, el hecho de que la concentración se pueda considerar como una variable endógena explicaría la relación no significativa encontrada en otros estudios (McConnel y Servaes, 1990; Himmelberg et al., 1999).

4.2.1.2. Participación en el capital de los internos (directivos)

Ante los problemas que puede suponer la concentración del capital, algunos autores como Jensen y Meckling (1976), plantean como medida para lograr un buen comportamiento de los directivos, el dotarles ó hacerles partícipes del capital de la empresa. De esta manera, el equipo directivo también asumiría los riesgos vinculados a su participación, lo cual contribuiría a frenar comportamientos oportunistas por su parte.

La relación entre la participación del capital de los *insiders* o internos (directivos) y el valor de la empresa, cuyo crecimiento es en último término el principal objetivo a alcanzar para sus propietarios, ha provocado que se realicen multitud de análisis y opiniones al respecto. Los primeros estudios datan de finales de los 80, destacando el realizado por Stulz (1988) quien concluye que una mayor participación en los derechos de voto por parte de los directivos aumenta su implicación con los intereses de la empresa. En otras obras como Morck et al. (1988) o McConnell y Servaes (1990) se realiza una separación por tramos en la participación del capital, delimitando el porcentaje que debe ponerse a disposición de los internos para alinear los intereses entre accionistas y directivos. Las conclusiones resultantes muestran como con una participación en el capital de los directivos inferior al 5% o superior al 25% arrojan una alineación en los intereses, siendo en el intervalo intermedio donde se produce un comportamiento egoísta de los directivos de acuerdo a la satisfacción de su función de utilidad, dando lugar al atrincheramiento, y en consecuencia, a un efecto negativo en el valor de la empresa. En todo caso, y como ya ha sido comentado, si se considera la participación en el capital de los internos como una variable endógena no sería posible establecer una relación entre ésta y el resultado empresarial (Demsetz y Villalonga, 2001).

4.2.2. Consejo de administración

El consejo de administración es el mecanismo de control más empleado y presente en la mayoría de las empresas a nivel mundial, encontrándose normas sobre él en los

diversos códigos de buen gobierno que han ido surgiendo desde la década de los 90. Se trata de otro medio de control del que disponen los accionistas, dado que éstos nombran a un conjunto de representantes a los que encomiendan la supervisión del equipo directivo, tratando así que estos últimos respeten sus intereses (Salas, 2002).

Hermalin y Weisbach (2003) se preguntan por qué existen los consejos de administración y defienden que es a causa de las múltiples recomendaciones y normas que se establecen tanto a nivel nacional como en el mercado de valores. Éstas obligan a las empresas a disponer de un conjunto de miembros especializados que han de ser conocedores de esas reglas. Pero, éste no es su único cometido, ya que un correcto funcionamiento del consejo también permite luchar contra el problema de la agencia. Así, además de la responsabilidad dentro del proceso de dirección estratégica asumen la vigilancia y control de los directivos, siendo el cauce de comunicación con los accionistas (Guerras y Navas, 2007).

El consejo presenta varios partícipes (internos y externos) y su adecuado funcionamiento depende de varias características (tamaño, comisiones, reuniones...), que serán claves para un buen gobierno y que se analizarán a continuación.

- *Tamaño del consejo de administración*

En cuanto a este aspecto, hay diversidad de opiniones. Por un lado, Jensen (1993) defiende que lo ideal es que su tamaño sea más bien reducido, concretamente no más de ocho consejeros, pues ello, permitiría evitar el ya mencionado problema del *free-rider*, que tendrá lugar cuanto mayor sea la dispersión, o por el hecho de que una mayor disparidad de opiniones pueda ralentizar la toma de decisiones. Por el contrario, Hermalin y Weisbach (2003), defienden que el consejo debe presentar gran diversidad de opiniones y, por tanto, abogan por un mayor tamaño del consejo. Esta variedad de tamaños, queda patente en el estudio de Xie et al. (2003) quienes observan un gran abanico de opciones, que van desde cuatro consejeros hasta treinta y cinco, siendo el término medio entre ocho y nueve. El número de consejeros se ha relacionado con la valoración que la empresa presenta en el mercado, a través de la magnitud conocida como Tobin's Q (relación entre el valor de la compañía en el mercado y los costes de reposición de sus activos). Así, autores como Jensen (1993), Yermack (1996) y Guest

(2009) demuestran que cuantos más miembros componen el consejo menor es el valor de la empresa de cara al mercado.

- *Composición del consejo de administración*

Dentro del consejo de administración es posible diferenciar distintas categorías de consejeros en función de su relación con la empresa. Así, a nivel general, se habla de consejeros internos y externos. Los consejeros internos mantienen una relación directa, contractual o laboral, con la empresa (directivos), mientras que los consejeros externos hacen referencia a aquellos que, aun siendo parte de la compañía, no ocupan puestos significativos en la dirección, sino que, su actividad principal y su fuente de rentas suele situarse en otra empresa o ámbito, como por ejemplo el político (Hermalin y Weisbach, 1988). Dentro de los consejeros externos, se hace una nueva diferenciación: dominicales e independientes. Los consejeros dominicales representan a los grandes accionistas, mientras que los consejeros independientes a los accionistas minoritarios (Guerras y Navas, 2002). Por lo tanto, mientras que los consejeros internos representan los intereses de los directivos, los externos se preocupan de velar por los de los propietarios ó accionistas.

Los consejeros externos tienen mayor independencia al no poseer cargos dentro de la empresa, y esto les lleva a actuar de acuerdo al principio ó criterio de maximizar la *performance* empresarial. Así, si en su mayoría el consejo está compuesto por este tipo de consejeros (externos), se considera que el consejo es más independiente, sus decisiones son más acordes a los intereses de los accionistas y su capacidad de supervisión mayor (Guerras y Navas, 2002). En consecuencia, se les encomienda la tarea de seleccionar y establecer rotaciones de los directivos, para lo cual tomarán como referencia los resultados obtenidos por la empresa (Weisbach, 1988). El único inconveniente que presentan estos consejeros externos (*outsiders*) es que disponen de menos información sobre la compañía y, por ende, desconocen ciertos aspectos importantes de la empresa, lo cual puede repercutir negativamente en el resultado empresarial (Adams y Ferreira, 2007; Guest, 2009).

En este sentido, muchos estudios han analizado si la composición del consejo afecta de alguna manera a la *performance* empresarial, siendo los resultados obtenidos no concluyentes, lo que anima a continuar su análisis. Así, aunque la mayoría de los

estudios sugieren una relación directa y positiva entre ambas variables (Mork et al., 1988; Klein, 1998; Fauzi y Locke, 2012), y es también más probable que tomen medidas disciplinadoras sobre el máximo directivo (Kato y Long, 2007), otros trabajos apuntan a una relación no significativa (Hermalin y Weisbach, 2003).

- *Presencia femenina en el consejo de administración*

Otro aspecto dentro del consejo de administración que cabe destacar es la relevancia que en los últimos años ha cobrado la presencia femenina, la cual ha mostrado un crecimiento exponencial. Tal y como destacan Brennan y McCafferty (1997) a partir de lo establecido por O'Higgins (1992) la presencia de mujeres como consejeras se valora más porque al no formar parte del “old boy” disponen de un menor compromiso y éstas entenderán mejor la demanda de bienes y servicios realizada por los consumidores. Además, la diversidad permite mejorar no solo los resultados obtenidos, sino también la capacidad de actuación frente a los cambios del mercado, ó recoger a los profesionales más preparados, contribuyendo con ello, a la formación de un correcto gobierno corporativo y derivando en un efecto positivo del resultado empresarial (Carter et al., 2003; Campbell y Mínguez-Vera, 2010).

Sin embargo, en el trabajo de Brennan y McCafferty (1997) tras estudiar las 200 mayores compañías de UK queda patente como aunque, poco a poco han ido ganando peso dentro de las empresas, siguen siendo una minoría dentro de ellas. Hoy en día, y a pesar de la evolución de la sociedad, se puede decir que las mujeres siguen sin lograr equipararse a los hombres dentro de los altos cargos, lo que queda también patente en el informe solicitado por el Department for Business Innovation & Skills (2011) o en Fauzi y Locke (2012) donde estudiando a las mayores compañías de UK se concluye que la presencia femenina en los consejos no supera el 15% y se recomienda que dicha proporción aumente. De forma similar, en el caso de las empresas españolas cotizadas en el IBEX35 el porcentaje de mujeres consejeras en consejo se sitúa en el 13% según el informe de Heidrick & Struggles International (2014).

- *Separación de cargos en el consejo de administración*

Por otro lado, dentro del consejo se establece una jerarquía con el fin de disponer de una estructura que favorezca el funcionamiento del mismo. Por ello, se fija un presidente y vicepresidente que estarán al frente representando al conjunto de

consejeros, guiándolos, resolviendo conflictos entre ellos, convocando reuniones y decidiendo sobre la contratación o retribuciones del director general (Código Conthe, 2013). De forma que para garantizar un adecuado control de los directivos, el presidente del consejo no debe estar relacionado con el director general, es decir, ambos cargos deben mantenerse independientes el uno del otro para lograr la eficiencia de su gestión (Jensen, 1993). Esta diversificación de cometidos cobra vital importancia respecto a estos dos cargos debido a que es el presidente del consejo el que decide cuestiones como la contratación, permanencia o despido del director general. Por lo tanto, en caso de que sea una única persona a la que se le asignen ambos puestos ésta no actuará contra sus propios intereses (Jensen, 1993). Así, los estudios empíricos realizados por autores como, por ejemplo Brickley et al. (1997), muestran como las empresas en general suelen tener una estructura en la que ambos cargos coinciden y como la separación de los cargos afecta a los resultados de manera positiva. Sin embargo, es necesario reconocer que a veces los estudios empíricos no son siempre concluyentes en este sentido (Vafeas y Theodoron, 1998).

- *Número de reuniones del consejo de administración*

Las reuniones del consejo permiten plantear los objetivos y las estrategias a seguir por la empresa, es decir, dejan patente el nivel de actividad, pudiendo significar un número elevado de las mismas una falta de acuerdo o bien continuidad del proceso, y por otro lado, una mayor aportación de ideas o recursos (Rodríguez Fernández et al., 2013). Lo que se trata de lograr con las reuniones es un acuerdo de intereses, es decir, la alineación de los objetivos entre los diferentes grupos de interés (Jensen y Meckling, 1976). Por ello, resulta totalmente imprescindible, aunque también es costoso, disponer de información previa para acudir a la reunión únicamente con la finalidad de aclarar ideas y tomar decisiones, derivando así en un funcionamiento más eficiente. Sin embargo, no solo la información supone un coste vinculado a las reuniones, sino que también debe tenerse en cuenta a la hora de fijar reuniones el tiempo invertido por sus miembros (Vafeas, 1999). Así, el tiempo tanto de la reunión como el previo a ésta es vital sobre todo cuando los miembros participan en varios consejos (López Iturriaga y Morros, 2011).

En cuanto a la frecuencia de reuniones la mayoría de los estudios coinciden que tienden a reunirse con mayor frecuencia cuando la empresa atraviesa por problemas

(Jensen, 1993). Además, la evidencia empírica muestra divergencias desde cinco hasta más de veinte reuniones, pero hoy en día, y de acuerdo a las recomendaciones de los códigos de buen gobierno, tienden a realizarse frecuentemente aunque sin abusar, fijando entorno a una al mes o incluso menos (Vafeas, 1999; Xie et al., 2003).

- *Comisiones delegadas del consejo de administración*

A la hora de llevar a cabo sus tareas, el consejo puede crear comisiones en las cuales delegar parte de sus tareas. Con ello, se pretende dotar de personal cualificado a cada una de sus ramificaciones, buscando el mejor resultado posible. En este sentido, se pueden diferenciar varios tipos de comisiones (Flynn y Chan, 1992): la de auditoría, la ejecutiva ó la de retribuciones y nombramientos. Principalmente, están compuestas o deberían estarlo por *outsiders* ó consejeros externos, y en especial, independientes, evitando así ser influenciadas por los intereses de los directivos. Si bien es cierto que en algunas comisiones, como las más vinculadas con la actividad empresarial, como por ejemplo la ejecutiva, puede que la presencia de *insiders* no afecte negativamente (Xie et al., 2003).

El comité de auditoría tiene como función relacionar a los auditores externos con los gerentes tratando que la información financiera fluya correctamente y permitiendo con ello analizar el riesgo asumible (Klein, 2006; Xie et al., 2003). Por ello, su principal tarea es evitar la mala praxis y desenmascarar cualquier fraude contable mediante la aportación de información válida y fiable (Terrerros, 2008).

La comisión ejecutiva o delegada es la que recibe directamente las tareas del consejo de administración, siendo su finalidad la de favorecer el funcionamiento y gestión de varias de sus actividades, en concreto, la puesta en marcha de las decisiones tomadas en las reuniones del consejo (Código Olivencia, 1998).

Por último, la comisión de nombramientos y retribuciones tiene por función seleccionar a aquellos profesionales más acordes para el desempeño de las diferentes tareas, tratando de evitar con ello que dispongan de influencia sobre los altos cargos, cobrando vital importancia, que sea, esta comisión y, no los directivos, quienes busquen sustitutos o seleccionen a consejeros independientes, cuyo fin, es defender los intereses de los grupos minoritarios (García Osma y Gill de Albornoz, 2005). Dentro de esta comisión también se aborda todo lo relativo a la retribución que debe percibir cada uno

de los miembros de la empresa. La remuneración que obtienen debe estar ligada a su formación y al desempeño de tareas que hayan llevado a cabo durante el periodo correspondiente (Murphy, 1999).

4.2.3. Nivel de endeudamiento

El nivel de endeudamiento, fue uno de los mecanismos que se analizó inicialmente como método de lucha contra los comportamientos oportunistas por parte de los directivos. La existencia de deuda en una empresa los frenaba ó limitaba, ya que se disponía de un menor volumen de recursos con los que operar, los conocidos como activos de caja libres (*free cash flows*) (Shleifer y Vishny, 1997). Incluso Jensen (1986) llegó a decir que este mecanismo sustituiría a los incentivos monetarios que pudieran recibir los directivos para impulsar el valor de la empresa. La existencia de deuda implica y obliga a los directivos a generar valor para afrontarla, puesto que al solicitar financiación los prestamistas exigen a los prestatarios una serie de condiciones que garanticen la devolución, como puede ser que sus activos no sufran deterioros (Smith y Warner, 1979). En este sentido, la deuda es la capacidad de la que gozan los acreedores para formar parte de los derechos de control en caso de incumplimiento de lo acordado, perdiendo poder los deudores frente a los acreedores (Shleifer y Vishny, 1997), incentivando así a los directivos a no comportarse de manera discrecional ante el miedo a un control por parte de los acreedores, o en caso extremo, al cese de la empresa.

4.2.4. Sistema de incentivos

Otro mecanismo propuesto como medida de control sobre los directivos recogido también en el trabajo de Shleifer y Vishny (1997) es el sistema de incentivos que pretendía alinear los intereses de los directivos con los inversores.

La retribución que reciben los directivos está compuesta de forma general por cuatro componentes (Murphy, 1999: 3): “un sueldo base, una prima anual relacionada con los resultados obtenidos, capacidad de recibir opciones sobre las acciones y planes de incentivos a largo plazo, así como aportaciones a planes de pensiones, seguros de vida...”. Pero no se puede hablar solo de incentivos en términos monetarios, sino que también pueden serlo las retribuciones en especie, el mantener su puesto de trabajo o, incluso, su mala actuación, dado que puede afectar a su carrera o prestigio, tal y como reflejan en su libro Guerras y Navas (2007) siguiendo a Williamson (1964).

Los incentivos se basan, principalmente, en una mayor remuneración ó la vinculación de la misma al resultado empresarial, con el fin de que los directivos pierdan así toda tentativa a realizar comportamientos abusivos al hacerles partícipes de las consecuencias económicas de sus decisiones (Jensen y Meckling, 1976). En general, la evidencia empírica apoya una relación positiva entre la implantación del sistema de incentivos y el resultado de la empresa (Murphy, 1985; Sesil, 2002).

El problema que puede surgir del empleo de incentivos es que se empleen como una excusa para realizar sobornos con los que lograr que los directivos realicen determinadas acciones (Coase 1937; Jensen y Meckling, 1976). Esta posibilidad del soborno como medida para conducir el comportamiento directivo fue desestimada por Shleifer y Vishny (1997) por ir en contra de la obligación de fidelidad (*duty of loyalty*) que los directivos asumían en los contratos que firmaban para formar parte de la empresa y con los cuales se trataba de evitar que el equipo directivo tuviera poder para amenazar a los inversores.

Otra problemática que surge de esta medida, es la magnitud a la que vincular el incentivo, puesto que si se establece sobre los beneficios puede que los directivos lo único que traten de lograr sean rendimientos positivos a toda costa, aunque ello implique afectar a la imagen empresarial. Otro efecto negativo puede venir dado por el interés de los directivos de manipular las ganancias contables (Bergstresser y Philippon, 2006). Además, como ya se ha mencionado, puede que los directivos arriesguen más siempre y cuando se consiga que los costes recaigan sobre otros o en el caso de disponer de responsabilidad limitada, ya que ésta les lleva a responder por la parte que tienen en su poder, no por el todo (Jensen y Meckling, 1976; Grossman y Hart, 1980).

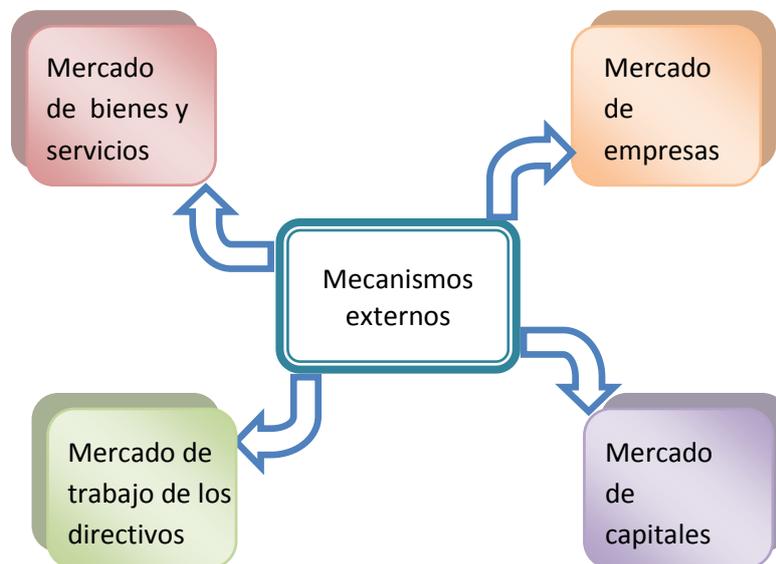
4.3. MECANISMOS EXTERNOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Estos mecanismos de control están constituidos por todos los mercados en los que opera la empresa y con los que mantiene algún tipo de relación: mercado de empresas, mercado de capitales, mercado de trabajo de los directivos y mercado de bienes y servicios.

A continuación, se explicará brevemente el funcionamiento general de cada uno de ellos. En todo caso, es necesario mencionar que han sido estudiados en menor medida

en relación con los mecanismos internos y que además en países como España su aplicación ha sido más reducida en comparación con los países anglosajones.

Figura 4.3. Mecanismos externos de gobierno corporativo



FUENTE: Elaboración propia a partir de Guerras y Navas (2002)

4.3.1. Mercado de empresas

El mercado de empresas será aquel al que puedan acudir las compañías en busca de una solución a ciertos problemas, como puede ser la mala gestión de los directivos o la falta de liquidez. La solución radicaría en la compra parcial o total de la compañía por parte de otros agentes o empresas interesadas en algún aspecto de la empresa, como el mercado o las infraestructuras. Ello ayudaría a reducir los costes de la Teoría de la agencia porque, de alguna manera, los directivos ven amenazados sus puestos de trabajo y, ello les llevará a modificar su actitud (Cuervo et al., 2002).

Este mecanismo de control puede llevarse a cabo mediante OPA o a través de una lucha de poderes entre directivos y accionistas, tratando los primeros de adquirir votos (Jensen y Fama, 1983). Así, la adquisición de parte de la sociedad por otros agentes puede presentarse de tres formas diferentes según Manne (1965: 14): “lucha de poderes, fusiones y mediante la compra de acciones”.

La lucha de poderes surgirá no tanto por la gestión sino que la disputa radicaría en la remuneración de los *insiders* (directivos). Pero esta medida no suele ser muy empleada

si la comparamos con las fusiones o las OPAs. Las fusiones, consisten en la adquisición de una empresa por parte de otra, lo cual plantea grandes dificultades para lograrlo ya que debe producirse un mayor acuerdo entre los miembros de la compañía adquirida para que esta medida se lleve a cabo (Manne, 1965).

A pesar de esto, la solución más abordada y analizada a lo largo del tiempo, han sido las OPAs que según la CNMV (2011a), consisten en ceder todo o una parte importante de la representación de una compañía a cambio de un precio, bien en acciones o en dinero. Shleifer y Vishny (1997) consideran que es un mecanismo que concentra la propiedad, algo que otros autores discuten (Williamson, 1975; Jarrell y Bradley, 1980) al defender que se pueden establecer ciertas medidas en defensa de los accionistas como, por ejemplo, la recompra de acciones, cláusulas contractuales, políticas de endeudamiento ó inversión que actúen como mecanismo de defensa frente a la toma de control. Concretamente, Grossman y Hart (1980), hablan de éxito cuando más del 50% de la empresa pasa a formar parte de lo que ellos denominan *raider*, que vendría a ser el nuevo gran propietario de la organización.

Este mecanismo no ha sido muy empleado en Europa si lo comparamos con Estados Unidos. Cuervo et al. (2002) defiende que esto ocurre porque no se logra el control deseado sobre los agentes, lo que se justifica por la estrecha relación entre los accionistas y los proveedores de recursos, la consideración de ataque al mercado de libre competencia o las barreras legales establecidas para formar parte de la votación de decisiones. Si finalmente la empresa es adquirida por otra, resulta evidente que ésta una vez adquirido el control realizará múltiples cambios, sobre todo dentro del equipo directivo (Martín y McConnell, 1991; Agrawal y Walkling, 1994), siendo este hecho el que puede hacer que los directivos sean menos oportunistas. Pero es más, las OPAs incluso cuando no llegan a producirse logran informar tanto al mercado como al consejo de administración de la mala actuación de los gestores de la empresa, dando lugar a la sustitución de los mismos (Denis y Denis, 1995; Denis y Serrano, 1996).

4.3.2. Mercado de capitales

Un determinante importante para que las empresas logren su objetivo de crecer es la disponibilidad de recursos para realizar fuertes inversiones y hacer frente a cambios

bruscos. En este sentido, cobra vital importancia la existencia de los mercados de capitales como fuente de financiación.

Las compañías que cumplan ciertos requisitos impuestos por el organismo regulador correspondiente (en España la CNMV), pasarán a formar parte del mercado de capitales y, gracias a ello, podrán obtener financiación, ya que en él se ponen en contacto oferentes y demandantes de activos (Roldán, 2006). Además, al margen de otros factores la valoración de la empresa en el mercado está vinculada al desempeño de sus directivos, y a su valor de mercado. Este último cobra relevancia en el momento que una compañía necesita financiación, al ser la dificultad para adquirirla menor o mayor en función del mismo. Dicha valoración dependerá de los resultados obtenidos, de su comportamiento en el mercado y de la visión que dé a sus clientes y rivales, lo que debe aparecer reflejado fielmente en la información que presente, y de la cual se encarga el consejo, como ya se ha comentado (Xueming y Bhattacharya, 2006). Así, el hecho de que el precio en el mercado refleje la gestión interna de sus directivos supone un incentivo para no comportarse de manera oportunista ante el miedo de ser despedidos (Jensen y Fama, 1983). Otra forma de verlo, es la de Manne (1965: 113), quien ve el “mercado de acciones, como aquel medio por el cual se vende la compensación de los ejecutivos a nuevos individuos”.

4.3.3. Mercado de trabajo de los directivos

Este mercado está determinado no solo por el conocimiento de los directivos, sino también por sus éxitos y fracasos y, en último término, por su experiencia. Los directivos son, al fin y al cabo, los que se encuentran al frente de las decisiones y estudios sobre las inversiones, de las cuales dependerá la situación económica financiera de la empresa.

En un entorno controlado y globalizado como el actual es de esperar que los directivos busquen lograr sus propios intereses. Esta idea de mercado competitivo y legislado ya fue analizada por Fama (1980) quien estimó que si ante un buen trabajo el directivo no se ve correspondientemente motivado ó recompensado, no dudará en irse, siendo los buenos los primeros en irse pues sus éxitos les permitirán lograr fácilmente otro trabajo.

Por otro lado, y aquí es donde reside sobre todo el mecanismo supervisor, un comportamiento inadecuado de los gestores afectará a la imagen y reputación de la empresa, lo cual en último término terminaría por perjudicarles también a ellos, tanto a nivel salarial como de despido (Fama, 1980; Holmstrom, 1982).

En todo caso, hay que tener en cuenta que ante toda situación que les perjudique los directivos tratarán de protegerse previamente, siendo uno de los mecanismos más conocidos los denominados paracaídas dorados (*golden parachutes*), mediante los cuales los ejecutivos se aseguran compensaciones elevadas en caso de despido (Lambert y Larcker, 1985). Estos actúan como un incentivo a la hora de tomar ciertas decisiones, como puede ser una fusión o una OPA, puesto que, según el estudio de Fich et al. (2014), más del 85% de las empresas que analizaron poseían este mecanismo de defensa antes de producirse su venta.

4.3.4. Mercado de bienes y servicios

Por último, el mercado de bienes y servicios está caracterizado por la competencia y cómo ésta con su influencia y riesgo provoca que los gestores busquen ofrecer mejores bienes y servicios. Con ello evitarán perder su cartera de clientes, garantizando, así, la continuidad empresarial y su puesto de trabajo (Hart, 1983; Nickel, 1996), puesto que si “las empresas no ofrecen los productos que los consumidores desean a precios competitivos, no podrán sobrevivir” (Jensen, 1993: 854).

Los precios, al fin y al cabo, son los que establecen la cantidad que se va a producir y, por consiguiente, a consumir. Además, es una variable que puede estar condicionada por los costes obtenidos y en donde la actuación directiva puede tener un reflejo y es muy importante para las compañías, pues en función de ella, obtendrán unos ingresos ó beneficios tras deducir costes, siendo, los beneficios su referencia a la hora de tomar decisiones (Demsetz, 1983).

No obstante, esto no es todo. El hecho de operar en mercados amplios, abiertos y sin barreras hace que la competencia sea mayor al haber una mayor oferta de productos. Por ello, resulta más difícil conseguir los objetivos económicos, viéndose obligadas las empresas a competir en precios (disminuirlos), provocando que los directivos no puedan disfrutar de los buenos resultados ó recursos para su uso personal ó discrecional, al ser estos más bien reducidos (Hart, 1983). En esta línea, Allen y Gale (2000) llegan a

considerar el mercado de bienes y servicios como el mejor mecanismo de control sobre los directivos, aunque son conscientes de que para su buen funcionamiento es necesario que el mercado disponga de ciertas características, siendo la más notoria el hecho de que exista competencia, que los mercados se encuentren libres de barreras.

A modo de resumen, en este capítulo 4 se ha explicado el concepto de gobierno corporativo, así como la evolución que éste ha ido experimentando. Además, se han comentado los diversos mecanismos de control tanto a nivel interno como externo de la empresa. Así, una vez establecidas las bases desde un punto de vista teórico, en el siguiente capítulo se profundizará con una perspectiva más práctica en los mecanismos de carácter interno, y en especial, en el consejo de administración, uno de los mecanismos más desarrollados en nuestro país y que ha sido objeto de la mayor parte de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Para ello, se recogerán datos reales de tres empresas del sector de la construcción durante los últimos años y se tratará de observar la evolución del cumplimiento del código de buen gobierno vigente en España, así como la influencia y eficacia de los diferentes mecanismos sobre los intereses de la empresa y sus resultados.

5. ESTUDIO DESCRIPTIVO DEL GOBIERNO CORPORATIVO: SACYR, ACCIONA Y ACS

5.1. INTRODUCCIÓN

Una vez explicadas en el capítulo anterior las nociones básicas sobre el gobierno corporativo, en este capítulo se abordará desde una perspectiva práctica el cumplimiento en materia de buen gobierno corporativo por parte de tres empresas españolas cotizadas, en concreto, de las recomendaciones relativas al consejo de administración establecidas en el Código Conthe. El hecho de centrar el análisis sobre estas recomendaciones y no en otras como las de propiedad es porque, tal y como se expuso anteriormente, es el consejo quien dirige y coordina las actuaciones de la empresa, de forma que sus miembros se ven sometidos a continuos controles con el fin de comprobar y garantizar una correcta actuación por su parte, siendo además uno de los principales mecanismos de gobierno en nuestro país. Específicamente, se tratará de observar si realmente se aplican estas medidas en las compañías y cuál es la influencia que su cumplimiento

puede ejercer sobre los resultados empresariales y en el valor de mercado de la compañía.

Para llevar a cabo este análisis se empleará principalmente la información facilitada por las propias empresas en su página web o a través de organismos como la CNMV y la Bolsa de Madrid. Las compañías objeto de análisis pertenecen todas a un mismo sector: el de la construcción. La elección del mismo viene marcada por el interés que ha despertado en los últimos años, siendo España uno de los países más afectados por la denominada burbuja inmobiliaria. En concreto, para abordar este estudio descriptivo se han elegido las constructoras Sacyr, Acciona y ACS.

Por su parte, la elección de estas tres compañías viene marcada por Sacyr, quien a finales del 2013 y comienzos de 2014 ha estado presente casi todos los días en la prensa. Este impacto mediático surgió ante la falta de acuerdo en la que quizás sea una de las concesiones más importantes: la construcción del tercer juego de esclusas del Canal de Panamá. Ésta no solo destaca por la inversión de recursos que supone, más de 3.000 millones de euros, sino por la relevancia que el propio canal posee dentro del transporte de mercancías al conectar el Océano Atlántico y el Pacífico en tan solo 80 km (Mi canal de Panamá, 2014a). La adjudicación de esta obra tuvo lugar el 15 de Julio del año 2009, siendo tres de los cuatro consorcios preseleccionados (Grupo Unidos por el Canal; Consorcio C.A.N.A.L.; Bechtel,Taisei, Mitsubishi Corporation y Consorcio Atlántico-Pacífico de Panamá) quienes presentaron sus propuestas para lograr la adjudicación de la obra (Mi canal de Panamá, 2014b). En el siguiente Cuadro 5.1. se muestran las empresas que componían los distintos consorcios y la cuantía a la que ascendían las propuestas presentadas por cada uno de ellos, en relación con los diferentes proyectos de ampliación que cada uno proponía.

Cuadro 5.1. Composición y propuestas planteadas por los consorcios

Consortio	Componentes	Propuesta en millones €
Grupo Unidos por el Canal S.A. (GUPC)	<i>Sacyr Vallehermoso S.A., España (líder)</i>	2.244,6
	Impregilo SpA de Italia	
	Jan de Nul n.v. de Bélgica	
	Constructora Urbana, S.A., de Panamá	
C.A.N.A.L.	<i>ACS Servicios, Comunicaciones y Energía S.L.(líder)</i>	3.991
	<i>Acciona Infraestructuras S.A.</i>	
	Fomento de Construcciones y Contratas S.A.	
	Hochtief Construction AG	
	Constructores ICA S.A. de C.V.	
Bechtel, Taisei, Mitsubishi Corporation	Bechtel International Inc. (líder)	3.010
	Taisei Corporation	
	Mitsubishi Corporation	

FUENTE: Elaboración propia a partir del Autoridad del Canal de Panamá (2009) y RTVE (2009)

Tal y como se puede apreciar en el Cuadro anterior, las compañías susceptibles del análisis del presente Trabajo Fin de Grado estaban involucradas en el proceso de adjudicación, dos de ellas (ACS y Acciona) dentro de la misma oferta mientras que Sacyr juntamente con otras empresas se encontraba como líder de otro consorcio. Concretamente, fue este último consorcio (GUPC) quien resultó vencedor tras las diferentes evaluaciones técnicas, financieras o de impacto ambiental, entre otras, a las que fueron sometidos los diferentes proyectos presentados para lograr la adjudicación de la ampliación del Canal de Panamá (Cuentas Anuales Sacyr, 2009).

De igual forma es necesario comentar que, el análisis propuesto se va a realizar para el periodo de tiempo comprendido entre el año 2009 y el 2012, último año del que se disponía información relativa a los IGC depositados en la CNMV en el momento de desarrollo del trabajo³. De esta forma, se podrá observar si el efecto de la burbuja inmobiliaria, cuya explosión se produjo entre el 2007 y el 2008, está vinculada con las medidas adoptadas por sus directivos, así como apreciar si tuvo alguna repercusión en el gobierno de las empresas y sobre sus resultados.

³ La información relativa al año 2013 fue publicada a mediados del mes de mayo de 2014, cuando este capítulo del TFG ya se encontraba desarrollado.

El análisis comenzó con la identificación de todas las recomendaciones del Código Conthe referentes al consejo de administración, un total de 47 recomendaciones⁴ de las 53 recogidas en el código. Una vez localizada la información de estas recomendaciones susceptibles de estudio dentro del informe anual de gobierno corporativo para cada año y cada una de las empresas a estudiar, se tabuló en una base de datos la información aportada por las tres compañías a lo largo de los cuatro años seleccionados. Para garantizar la homogeneidad en el tratamiento de la información se ha optado por una codificación numérica, de forma que si la empresa cumple con la recomendación según la información aportada por la misma se establece un 1; en cambio si los datos aportados no cumplen lo establecido en el Código Conthe, se entiende un incumplimiento de la recomendación y se señala con un 0. Esto permitirá no solo realizar un análisis individualizado de cada una de las recomendaciones, sino también conocer de forma genérica cuántas recomendaciones se cumplen, o cuál de las tres empresas presenta un mejor gobierno según lo establecido en el Código Conthe.

Además, cabe destacar que éramos conscientes que al final de cada informe de gobierno corporativo las empresas presentan un apartado F denominado “grado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo” en el cuál se recogen a modo de resumen todas las recomendaciones y la propia compañía señala si cumple o no con las mismas. Sin embargo, aun disponiendo de esta información se ha optado por contrastar de una manera detallada y lo más minuciosa posible una a una el cumplimiento de las recomendaciones y la información aportada por las compañías en relación a cada una de ellas, obteniendo así un índice propio de resultados para contraponer o comparar con el que establece la empresa en la parte final, produciéndose en algunos casos ciertas variaciones tal y como se apreciará más adelante.

El resto del capítulo está estructurado de la siguiente manera. Se comenzará narrando brevemente la historia de las tres empresas, para a continuación proceder a analizar las características del consejo de administración de cada una de ellas. Una vez conocida individualmente su situación se realizará una comparativa entre ellas, con la idea de concluir quien cumple en mayor medida las recomendaciones del Código Conthe sobre el consejo de administración. Finalmente, considerando los resultados logrados por las

⁴ Aunque las recomendaciones a estudiar conforman un total de 47, según la empresa, el año y la recomendación, a veces este número disminuye por la imposibilidad de aplicar todas las recomendaciones a la compañía, tal y como ella misma indicaba en el informe anual de gobierno corporativo.

empresas y su valor de mercado estos años (2009-2012), se analizará, aun siendo conscientes de la influencia de muchos otros factores, si existe alguna relación entre un buen gobierno corporativo y la *performance* empresarial.

5.2. SACYR

5.2.1. Historia de Sacyr

En la página web de Sacyr (2014a, 2014b, 2014c, 2014d, 2014e) aparece reflejada la historia de la empresa que se comentará a continuación. Todo comenzó en 1986 constituyéndose la Sociedad Anónima Caminos y Regadíos, aunque no será hasta 1991 cuando pase a denominarse Sacyr S.A. y comience a solicitar la concesión de obras importantes y a colaborar con otras compañías del sector. Pasados cuatro años, Sacyr comenzó a hacerse notar, logrando su primera concesión internacional de la mano de un proyecto Chileno para la construcción de autopistas (Sacyr, 2014a). Tras este esplendor se desarrolló mediante la fusión y adquisición de parte de otras compañías, por ejemplo la adquisición del 27,5% de Somague en el año 2000 ó el 24,5% de Vallehermoso en el 2002 (Sacyr, 2014a), quien poseía Valoriza y Testa y las cuales pasaron por tanto a ser en parte también de Sacyr (Sacyr, 2014e). Poco a poco Sacyr fue incrementando su participación en estas empresas hasta que se fusionó con Vallehermoso en el año 2003 y adquirió el 100% de Somague en 2004 mediante la emisión de una OPA (Sacyr, 2014b). Todo ello contribuyó a que con el tiempo diversificara no solo los países en los que estaba presente sino también su estructura organizativa. Así, a día de hoy se diferencian cinco grandes bloques (Sacyr, 2014d): Construcción (en manos de Sacyr y Somague), Promoción de viviendas (Vallehermoso), Concesiones de infraestructuras (Sacyr concesiones), Patrimonio (Testa) y lo que denominan Negocios (agua, industria, medio ambiente y multiservicios) (Valoriza gestión). Además, cabe mencionar que aunque ya en sus inicios emprendió actividades en el extranjero hoy por hoy más del 80% de su actividad se encuentra en otros países, tales como: Italia, Portugal, Chile, Angola, India, Qatar, Mozambique, Perú ó Brasil (Sacyr, 2014a, 2014b). Sobre todos ellos actualmente destaca Panamá, quien ha provocado que se hable de Sacyr en todo el mundo debido al conflicto de los sobrecostos asociados a la construcción del canal. Este conflicto provocó que durante semanas Sacyr no saliera muy bien parada en el mercado, pero pasados unos meses se han conocido nuevas concesiones logradas por el grupo como la

conseguida el pasado mes de abril para la construcción de dos hospitales en Perú (Expansión, 2014a).

5.2.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en Sacyr

En este sub-apartado se analizará y describirá el cumplimiento en términos generales de la empresa sobre las recomendaciones del consejo de administración establecidas en el Código Conthe en el periodo 2009-2012. El análisis de todas las recomendaciones ayudará a concluir de forma genérica cuales son las que más o menos cumple la empresa, cuales han sufrido cambios considerables o cuál es la tendencia que presenta Sacyr, es decir, si mejora o no en este aspecto.

De igual forma, en línea con lo explicado en el capítulo 4, se analizarán en mayor detalle aquellas recomendaciones que tanto desde el punto de vista académico (teórico y empírico) como empresarial han recibido más atención: tamaño y composición del consejo de administración, presencia de mujeres consejeras, separación de cargos, número de reuniones y comisiones delegadas del consejo.

Para obtener estas conclusiones se tendrá en cuenta tanto el criterio establecido por la empresa (apartado F del informe de gobierno corporativo) como el derivado del análisis personal, elaborado a partir de la revisión de la información que la compañía publica anualmente en la CNMV a través de los distintos apartados de los IGC. Así, en la Tabla 5.1. se muestran el número de recomendaciones aplicables cada año, así como el número de recomendaciones que cumple de acuerdo con ambos criterios.

Tal y como se ha comentado anteriormente, en algunas ocasiones el número de recomendaciones aplicables es menor al total de las 47 establecidas inicialmente. Los motivos por los que esto ocurre pueden ser muy diversos. Un ejemplo en Sacyr podría ser el caso de la recomendación nº 33, que no se puede tener en cuenta en 2011 porque ese año los consejeros no percibieron ninguna remuneración en acciones. De igual forma, se puede apreciar cierta divergencia entre las columnas (b) y (c), es decir, entre lo que se establece que se cumple de acuerdo al resumen de la propia empresa, y lo que se estima que cumple según el criterio personal basado en la información que la propia compañía hace pública. Algunas de estas diferencias se expondrán más adelante.

Tabla 5.1. Número de recomendaciones que cumple Sacyr

Año	Nº de recomendaciones aplicables (a)	Nº de recomendaciones que cumple según revisión propia (b)	Nº de recomendaciones que cumple según la empresa (c)
2009	46	34	36
2010	46	35	36
2011	45	33	35
2012	46	38	39

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR (2009-2012)

En todo caso, el número de recomendaciones que cumple Sacyr es creciente con el paso del tiempo, puesto que pasa de poco más del 70% de cumplimiento del Código Conthe (2009) a superar el 80% (2012). Además, analizando los datos se observa que son muchas las recomendaciones que siempre se cumplen: mayoría de consejeros externos en el consejo (nº 10), información de los consejeros (nº 22, 23 y 24), comisión de auditoría (nº 40 a 48), entre otras. Otras muchas recomendaciones solo se cumplen en uno de los años analizados, concretamente la mayoría de los casos se producen para el año 2012, el cual experimenta una gran mejoría en el cumplimiento del Código Conthe. Algunas de estas recomendaciones son: la relativa a las competencias del consejo (nº 8), la nº 31 que plantea como actuar ante la falta de acuerdo por una decisión y el procedimiento en caso de dimisión, o la recomendación nº 33 sobre la remuneración en acciones.

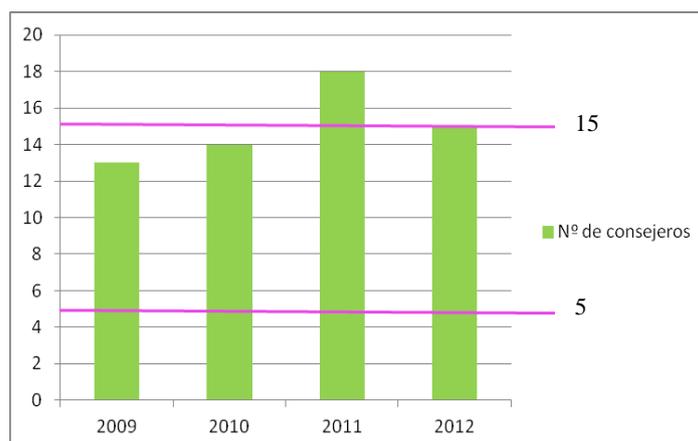
Sin embargo, también hay otras recomendaciones que nunca han sido llevadas a cabo, como por ejemplo: (nº 12) los consejeros independientes representen un tercio del total del consejo; (nº 16) acumulación de cargos entre el presidente y el primer ejecutivo; en cuanto a la dedicación de los miembros del consejo (nº 25) se informa sobre sus compromisos con otras compañías, pero no se establecen reglas al respecto; así como las relativas a la comisión delegada (nº 37, 38 y 39) y a la comisión de nombramientos y retribuciones (nº 49 y 50).

Una vez desarrollada la idea general sobre el comportamiento de Sacyr respecto a las recomendaciones, a continuación se procede a analizar en profundidad las recomendaciones más recurrentemente estudiadas, de acuerdo con la información del capítulo 4.

- *Tamaño del consejo de administración*

El Código Conthe establece en su recomendación nº 9 que el número de consejeros debe oscilar entre un mínimo de cinco y un máximo de quince. En el caso de Sacyr esta recomendación se cumple todos los años salvo en 2011, cuando el consejo está compuesto por un total de 18 consejeros (Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1. Número de miembros del consejo de administración en Sacyr



FUENTE: Elaboración propia a partir de los IGC SACYR (2009-2012)

* *Composición del consejo de administración*

Existen varios tipos de consejeros, tal y como se planteó en el capítulo anterior, internos (ejecutivos) y externos (dominicales e independientes). Atendiendo a las recomendaciones nº 10, 11, 12 y 13 del Código Conthe se deduce que, para disponer de un buen gobierno corporativo, es necesario que predominen los consejeros externos, e incluso se fija que más de un tercio del consejo debe estar compuesto por consejeros independientes, para que así los accionistas minoritarios estén lo suficientemente representados.

En el caso de Sacyr se cumple que en todos los años hay mayoría de externos pero no la presencia adecuada de independientes, puesto que éstos no representan más de un tercio del tamaño total del consejo en ninguno de los años analizados durante los cuales la empresa tan solo posee un consejero de esta tipología.

** Presencia femenina en el consejo de administración*

La información relativa a esta cuestión se encuentra en la recomendación nº 14 del código, y para ver su cumplimiento o no, dentro del IGC podemos dirigirnos a dos apartados diferentes. Por un lado, al B.1.2. donde se observan los distintos miembros que componen el consejo, y por otro, al apartado B.1.27. que recoge las iniciativas llevadas a cabo para que la participación femenina no sea nula. Este último aspecto dejó de ser obligatorio tras la modificación sufrida por el Código Conthe en 2013, pero sigue estando presente en el IGC.

Sacyr presenta una consejera, Doña María Victoria Vázquez Sacristán, quien representa dentro del consejo la participación de NCG. BANCO S.A. desde el 20 de Octubre de 2011 hasta el 24 de Febrero de 2012. Además, atendiendo al segundo apartado no ha establecido barreras de ningún tipo para que las mujeres logren alcanzar estos puestos y, por ende, cumple con la recomendación al no poner freno al nombramiento de consejeras.

** Separación de cargos en el consejo de administración*

La concentración de poderes dentro de una misma persona quizás sea uno de los aspectos más peligrosos de cara a los resultados empresariales. Tal y como se desarrolló en el capítulo 4, si el presidente del consejo es a su vez el máximo directivo verá como al tomar ciertas decisiones puede salir el mismo perjudicado, pues el presidente del consejo determina ciertas cuestiones relativas al máximo directivo.

En este sentido, el Código Conthe en las recomendaciones 15 a 17 establece como debe ser tanto el comportamiento como el nombramiento del presidente y del secretario del consejo. Pero es la recomendación nº 16 la que aborda directamente esta cuestión, estableciendo que en caso de acumulación de cargos se nombrará a un consejero independiente para realizar las convocatorias del consejo, informarse de las preocupaciones de los consejeros externos, incluir nuevos puntos en el orden del día, así como controlar la evaluación del consejo sobre el presidente.

Atendiendo a esta última recomendación se observan discrepancias entre la información que se extrae directamente en los apartados B.1.21, B.1.34 y B.1.42 que han sido consultados del informe y el resumen sobre todas las recomendaciones que se encuentra al final del IGC. En el punto B.1.21. se indica para todos los años la

existencia de acumulación de cargos y que no se nombra a ningún consejero independiente tal y como establece la recomendación, sino que Sacyr trata de justificar como medida mitigadora de riesgos el hecho de disponer de una comisión ejecutiva. Esta comisión puede llevar a cabo ciertas tareas del consejo sin necesidad de que éste lo ratifique, lo cual parece ser suficiente para Sacyr que establece en el punto 17 del apartado F del IGC denominado, “grado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo”, bajo la categoría de explique⁵ que para la compañía en los años 2009 y 2010 se cumple con dicha recomendación al coexistir un presidente y un consejero delegado, quienes también forman parte de la comisión ejecutiva. Sin embargo, analizando la recomendación se concluye que el problema de acumulación de cargos continúa presente y, por tanto, no se cumple con la recomendación.

* *Número de reuniones del consejo de administración*

Las reuniones son decisivas en el funcionamiento de la empresa, puesto que en ellas se proponen y deciden las estrategias que se llevarán a cabo. Hay una gran divergencia de opiniones sobre el número recomendable de reuniones, pero lo cierto es que el Código Conthe no establece ni siquiera un intervalo. Así, la recomendación nº 18 solamente dice lo siguiente: “que el consejo se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar con eficacia sus funciones, siguiendo el programa de fechas y asuntos que establezca al inicio del ejercicio, pudiendo cada consejero proponer otros”.

Por ello, para el análisis de las reuniones del consejo se ha decidido establecer un criterio propio a partir de la media relativa a las reuniones de las tres empresas durante los cuatro años, derivando en un valor medio de 10,25 reuniones. Por tanto, se ha estimado que lo establecido en las recomendaciones 18, 19 y 20 se cumple siempre y cuando el número de reuniones esté entorno a esa cifra. La fijación de este criterio nos lleva a estar en desacuerdo con el cumplimiento de la recomendación según el resumen elaborado por Sacyr para los 2009 y 2011, cuando se reúnen un total de 17 veces⁶. En cambio, para 2010 y 2012, con 11 y 10 reuniones respectivamente, sí se está de acuerdo con la empresa, la cual establece que cumple en todo momento con la recomendación. Además del número de reuniones se abordan las inasistencias y las preocupaciones

⁵ Este apartado presenta cuatro resultados posibles como son: cumple, no cumple, no aplicable o explique. En este último aportan información adicional que justifica el cumplimiento o no de la recomendación.

⁶ En todo caso, somos conscientes de que el número de reuniones puede ser adecuado si el consejo necesitó reunirse más de una vez al mes por problemas importantes que pudieran surgir en el día a día.

sobre propuestas o funcionamiento de la compañía, aspectos sobre los que Sacyr cumple con lo establecido.

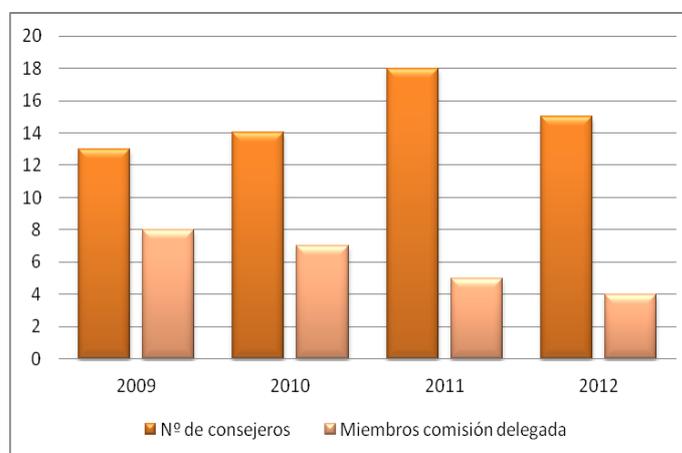
** Comisiones delegadas del consejo de administración*

Las comisiones permiten al consejo diversificar sus actividades, logrando así un mejor tratamiento de éstas al encomendárselas a expertos. Principalmente se habla de tres comisiones: la comisión delegada, comité de auditoría y comisión de nombramiento y retribuciones.

Hay multitud de recomendaciones sobre ellas donde se abordan cuestiones acerca de las características que deben tener sus miembros o las funciones que deben desempeñar. Así, se revisaron un total de 17 recomendaciones, de las cuales Sacyr cumple 12 durante todos los años analizados. A continuación se procederá a detallar aquellas recomendaciones que no cumple.

No cumple con la idea de que la estructura del consejo de administración y de la comisión delegada sea similar, tal y como se expone en la recomendación nº 37. El consejo presenta tres tipos de consejeros (ejecutivos, dominicales e independientes) y en cambio la comisión delegada reparte sus miembros entre ejecutivos y dominicales. Otra divergencia entre ambos es como la comisión delegada presenta un continuo descenso de sus miembros siendo 8 (2009), 7 (2010), 5 (2011) y 4 (2012) mientras que el consejo experimenta un aumento en el número de consejeros hasta 2011, tal y como se aprecia en el Gráfico 5.2.

Gráfico 5.2. Evolución de los miembros en la comisión delegada y del consejo de administración (Sacyr)

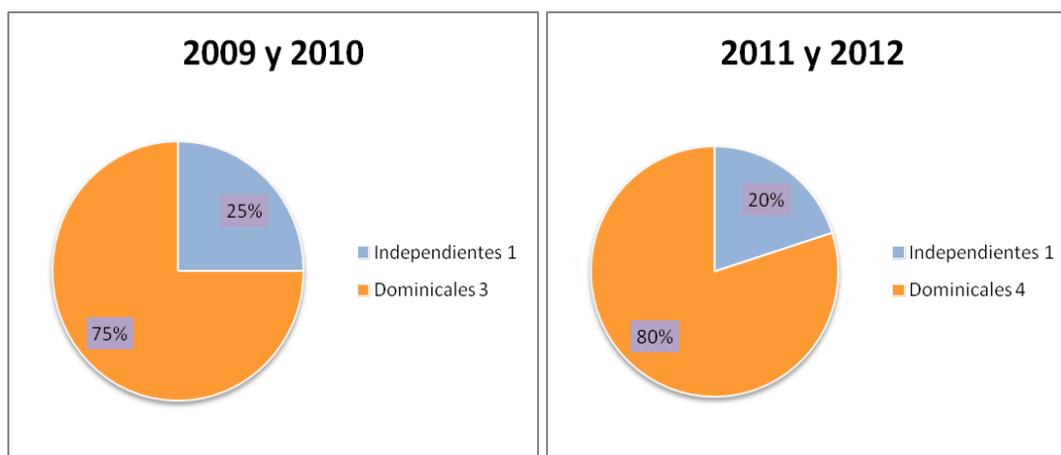


FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR (2009-2012)

- En la recomendación nº 38 se establece que el consejo debe disponer en todo momento de información sobre las decisiones y asuntos tratados por la comisión delegada, recibiendo todos los consejeros un acta de las reuniones de la comisión. La empresa indica que cumple dicha recomendación porque en todo momento el consejo de administración está informado de los asuntos tratados. Sin embargo, realizando un análisis más detallado se observa que la compañía parece no hacer entrega de ningún acta al consejo, tal y como se fija en la recomendación; por ello, surgen algunas dudas sobre el cumplimiento de dicha recomendación.

- Otra divergencia de opiniones surge en relación a la recomendación 39, donde se establecen varios apartados sobre el comportamiento y la composición tanto del comité de auditoría como de la comisión de nombramientos y retribuciones. Para Sacyr esta recomendación se cumple en su plenitud, puesto que no hace ningún tipo de aclaración al respecto. Pero analizando punto por punto se ha observado que en ninguno de los cuatro años cumple con el apartado c), el cual recoge que el presidente de ambos debe ser un consejero independiente. El presidente del comité de auditoría durante el periodo del estudio es el grupo SATOCAN S.A., cuyo consejero representante es Juan Miguel Sanjuan Jover clasificado como consejero dominical.

- Por último, otras dos recomendaciones que no cumple, son las que hacen referencia a la comisión de nombramientos y retribuciones: las nº 49 y 50. En la primera de ellas se dictamina que los miembros de esta comisión deben ser principalmente independientes, lo cual no ocurre como se aprecia a continuación en el Gráfico 5.3. En cuanto a la recomendación 50 no la cumple tampoco porque no informa al consejo sobre las medidas adoptadas para lograr la diversidad de género.

Gráfico 5.3. Composición de la comisión de nombramientos y retribuciones en Sacyr

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR (2009-2012)

Tras analizar y conocer cuál es la situación de Sacyr en cuanto al Código Conthe se procede a continuar el análisis sobre las otras dos compañías, para una vez presentadas todas agrupar los resultados y realizar comparaciones conjuntas.

5.3. ACCIONA

5.3.1. Historia de Acciona

A diferencia de Sacyr el grupo Acciona surgió bajo el desarrollo de otro sector distinto a la construcción, ya que su origen radica en la compañía ferroviaria Medina del Campo a Zamora y de Orense a Vigo (MZOV). Ésta fue constituida en Galicia en el año 1862 con el objetivo de lograr el desarrollo mediante el transporte ferroviario, todo un avance para la época de la industrialización (Pérez-Galdós, 2007). Las dos grandes concesiones que logró forman parte de su razón social, es decir, construyó la red ferroviaria entre Medina del Campo y Zamora y también la red que une Orense y Vigo. Pero a pesar de sus éxitos las dificultades históricas provocaron que en 1928, bajo la dictadura de Primo de Rivera, se privatizara el sector ferroviario obligando a MZOV a tomar una ardua decisión, desaparecer o luchar por comenzar de nuevo (Pérez-Galdós, 2007). Finalmente, la compañía optó por mantenerse aunque modificando su actividad, pasando a convertirse en una empresa constructora de infraestructuras. Sus resultados continuaron siendo buenos a pesar de las dificultades de la época, pero aun así se fusionó con otra gran empresa del sector, Cubiertas y Tejados, a finales de los 70. Años después Cubiertas y MZOV S.A. se fusiona con Entrecanales y Trávora S.A. y EUR S.A. constituyendo un único grupo el 27 de Abril de 1997, al que denominaron Acciona

(CNMV, 1997). Si bien es cierto que la colaboración entre estas empresas data de comienzos de los años 90, tal y como deja patente los archivos de hechos relevantes de la CNMV. Así, se puede apreciar como en 1991 Entrecanales y Cubiertas adquirieron parte de la compañía británica LILLEY, abriéndose ambas al mercado europeo. Además, tan solo tres años después, ambas compañías junto con otras dos (Zublin y Downer) colaboraron en la construcción del metro Kowloon Station (Hong Kong) (CNMV, 1991-1994).

La adquisición y participación en otras compañías es una actividad muy común y presente hoy en día, y en este sentido, entre otras se pueden destacar las siguientes participaciones de Acciona: el 24% de la empresa polaca Mostostal Warszawa (CNMV, 1999-2000), en los grupos de telefonía Airtel y Vodafone (entorno al 5%, 2000) (CNMV, 2000), en empresas del propio sector como FCC (8,6% en 2003) así como en la eléctrica Endesa comenzando con una participación del 10% que a finales del año 2006 se había duplicado (CNMV, 2003; CNMV 2006a, 2006b). El cese de la participación en esta última empresa en 2009 supuso un gran cambio para la compañía, al modificar completamente su estrategia a seguir, fijándose ahora como objetivo la búsqueda de un continuo desarrollo y sostenibilidad (Acciona, 2014a).

Con el paso de los años Acciona ha logrado una gran posición en el sector de la construcción, siendo hoy en día una de las mayores compañías españolas en la promoción de infraestructuras, energía renovable y agua. Tal y como se presenta en su página web, ha conseguido establecer varias actividades muy diversas, lo que le ha permitido crecer hasta tal punto que, hoy por hoy, se encuentra presente en más de 30 países (Acciona, 2014a). Además, la empresa se encuentra dividida en siete áreas de negocio: Energía, Infraestructuras, Agua, Inmobiliaria, Service, Logística y transporte y Otros negocios (Acciona, 2014b). Para concluir, es necesario dejar constancia que a pesar de los continuos cambios que ha sufrido, la compañía continua estando en manos de los descendientes de uno de los fundadores José Entrecanales, quien constituyó Entrecanales y Trávora (CNMV, 2004).

Al igual que en el caso anterior, una vez presentada la empresa se procede a analizar su comportamiento en relación a las 47 recomendaciones del Código Conthe sobre el consejo de administración.

5.3.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en Acciona

En Acciona al igual que con las otras dos empresas se presentará una descripción general para conocer los aspectos más notables tanto positivos como negativos. Posteriormente, se realiza un análisis más exhaustivo de los apartados desarrollados en la parte teórica.

Tal y como muestra la Tabla 5.2. Acciona cumple con la mayoría de las recomendaciones que son aplicables, tanto a partir de la revisión propia realizada como de la información del resumen de la parte final del informe de gobierno corporativo. Así, en esta Tabla se puede comprobar cómo el número de recomendaciones que cumple bajo una y otra perspectiva de análisis es el mismo.

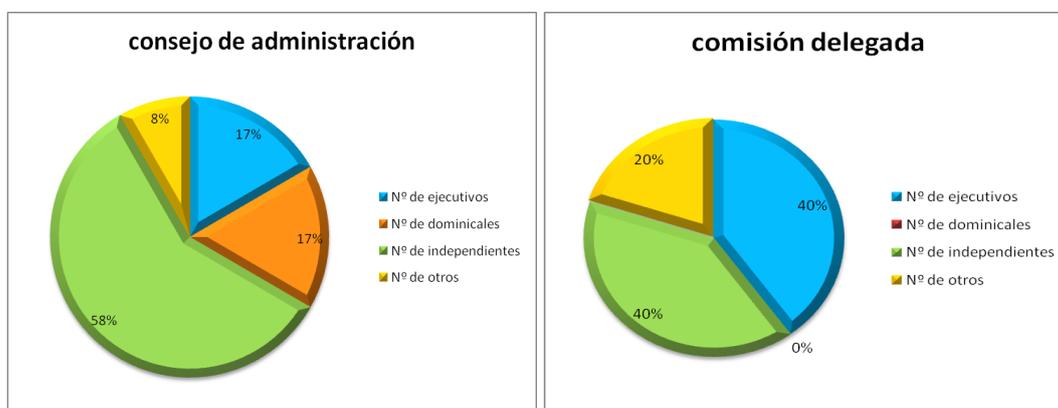
Tabla 5.2. Número de recomendaciones que cumple Acciona

Año	Nº de recomendaciones aplicables	Nº de recomendaciones que cumple según revisión propia	Nº de recomendaciones que cumple según la empresa
2009	44	43	43
2010	43	42	42
2011	43	42	42
2012	42	41	41

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACCIONA 2009-2012)

El cumplimiento de las recomendaciones por parte de Acciona no sufre grandes cambios, pues o siempre la cumple o nunca lo hace como es el caso de la n° 37 que establece que el consejo y la comisión delegada deben presentar una estructura similar, pero no es así en ninguno de los años ya que, tal y como observamos en el Gráfico 5.4. son muy dispares.

Gráfico 5.4. Composición del consejo y de la comisión delegada (Acciona)



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACCIONA (2009-2012)

Tras esta panorámica general de la situación de la empresa sobre las recomendaciones del Código Conthe, a continuación se procede a estudiar las recomendaciones más destacadas en el capítulo anterior.

** Tamaño del consejo de administración*

El tamaño de este órgano de gobierno se ha mantenido estable a pesar de los continuos cambios que se han ido sucediendo en la empresa con la compra y venta de participación en otras compañías. De forma que en los años del estudio está formado por 13 consejeros, siendo solo en el año 2009 cuando varía dicho número al componerse por 12 miembros. Por tanto, tomando como referencia la recomendación nº 9 del Código Conthe se concluye que la cumple, puesto que el número de consejeros se encuentra entre los límites establecidos de 5 y 15 miembros.

** Composición del consejo de administración*

El consejo de administración puede presentar diversos tipos de consejeros, tal y como se ha planteado anteriormente. Pero el Código Conthe recoge en cuatro recomendaciones (nº 10, 11, 12 y 13) cuales son las mejores opciones para que éste funcione acorde a sus objetivos. Para ello, se establece que los consejeros externos (dominicales e independientes) deben superar el número de consejeros ejecutivos, puesto que la función del consejo es controlar el comportamiento de estos últimos; si los ejecutivos fueran mayoría podrían actuar libremente a la hora de tomar decisiones. Concretamente en la recomendación nº 12 se fija que al menos un tercio del consejo debe estar compuesto por independientes, y en la nº 13 se establece que es la Junta General quien debe ratificar su nombramiento, así como que es la comisión de nombramientos quien debe decidir y verificar la información de los miembros. Todas las recomendaciones relativas a este aspecto presentan el cumplimiento por parte de Acciona. Sin embargo, cabe mencionar que de acuerdo con la recomendación nº 11 tienen lugar las excepciones planteadas en el código, pues la empresa presenta una menor proporción de dominicales que independientes y en cambio los dominicales poseen mayor proporción del capital que los independientes, tal y como puede apreciarse en la Tabla 5.3.

Tabla 5.3. Dominicales e independientes y su participación en el capital de Acciona

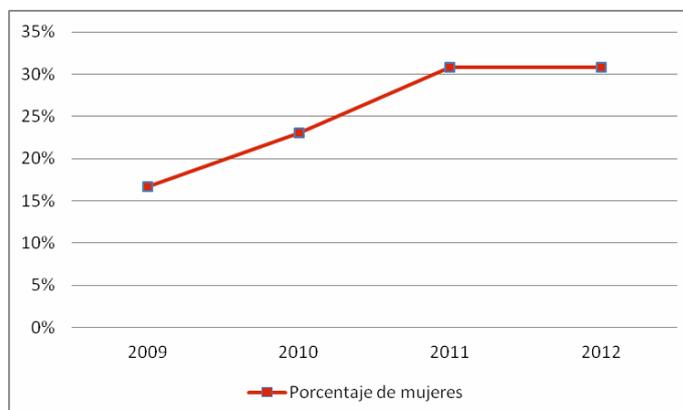
	Dominicales		Independientes	
	Número	Participación en el capital	Número	Participación en el capital
2009	2	0,0195	7	0,014
2010	2	0,216	8	0,046
2011	2	0,139	8	0,098
2012	2	0,154	8	0,122

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACCIONA (2009-2012)

** Presencia femenina en el consejo de administración*

La presencia femenina en el mundo laboral está marcada por el desarrollo histórico y las creencias discriminatorias sobre este género. Sin embargo, con el paso del tiempo se ha conseguido que alcancen diversos puestos de trabajo, aunque todavía hoy algunos siguen siendo poco accesibles para ellas. La presencia de mujeres en la empresa se cree, tal y como apuntan varios autores, aporta otra visión, lo cual es muy positivo y enriquece el funcionamiento empresarial. Por ello, el Código Conthe recoge que no debe ponerse ningún tipo de obstáculo al nombramiento de consejeras.

Acciona presenta mujeres consejeras y no es necesario recurrir al segundo apartado (B.1.27) en el que justifican las medidas adoptadas para favorecer la presencia femenina. Así, en 2009 formaban parte del consejo dos mujeres, Doña Belén Villalonga Morenes y Doña Consuelo Crespo Bofill y en el 2010 se suma Doña Miriam González Durantez, siendo cuatro las consejeras en 2011 y 2012 al incorporarse Doña Sol Daurella Comadrán. En el siguiente Gráfico 5.5. se puede apreciar como la participación femenina ha ganado peso dentro del consejo de Acciona.

Gráfico 5.5. Porcentaje de participación femenina en el consejo de Acciona

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACCIONA (2009-2012)

* *Separación de cargos en el consejo de administración*

El nombramiento del presidente y del primer ejecutivo es motivo de estudio cuando ambos cargos están en manos de una misma persona, pues tal y como se recoge en la recomendación nº 16 cuando esto sucede es imprescindible nombrar a un consejero independiente. La función de este consejero independiente es desempeñar tareas del presidente evitando con ello que se solapen actuaciones opuestas sobre la misma persona. Acciona cumple con esta recomendación, pues aun habiendo acumulación de cargos fija un consejero independiente y establece la regla de que cualquier consejero exponga su opinión en las reuniones, sometiéndose dicha cuestión a votación. Además, Acciona indica también en sus informes de gobierno que el hecho de distribuir las tareas entre el consejo de administración y los comités permite evitar los riesgos derivados de la acumulación de cargos.

* *Número de reuniones en el consejo de administración*

Tal y como se comentó en el caso de Sacyr, ante la falta de acuerdo por parte de los analistas y de un baremo por parte del Código Conthe, en este Trabajo Fin de Grado se ha desarrollado un criterio propio basado en la media de las reuniones de las empresas analizadas (10,25). Por ello, el intervalo establecido abarca de ocho a doce reuniones como el número óptimo, y en función del mismo Acciona cumple la recomendación presentando 12 reuniones en 2009, nueve en 2010 y 10 tanto en 2011 como en 2012. Por ende, tanto bajo nuestro criterio como bajo el de la empresa dicha recomendación se cumple.

* *Comisiones delegadas del consejo de administración*

Las comisiones o comités ayudan a llevar a cabo diversas tareas de forma más eficiente que si los miembros del consejo tuvieran que realizarlas. Por ello, lo más conveniente es desarrollar tantas como se consideren necesarias, pero sin excederse. En el caso de Acciona junto con las tres comisiones más habituales (comisión delegada, comité de auditoría y comisión de nombramientos y retribuciones) también se incluye el comité de sostenibilidad. Para conocer cuál es el motivo de incluir un nuevo comité se consulta el apartado B.2.3 del Código Conthe, el cual determina como deben formarse los comités y comisiones y cuales son sus funciones. Atendiendo al comité de sostenibilidad se observa como nuevamente los consejeros externos cobran relevancia respecto al resto, pues se fija que un mínimo de tres y máximo de cinco consejeros de

esta tipología deben constituir dicho comité, que se encargará de velar por los sistemas de control, la sostenibilidad y será el encargado de la responsabilidad social corporativa.

Por último, se dará a conocer y se desarrollará el estudio en ACS, para después poder comparar todas las empresas tanto a nivel del Código Conthe como de los resultados económicos obtenidos, y analizar si estas variables guardan algún tipo de relación.

5.4. ACS

5.4.1. Historia de ACS

Actividades de Construcción y Servicios S.A. (ACS) surgió a partir de la unión y desarrollo de un conjunto de empresas, siendo la primera de todas una compañía con dificultades económicas denominada Construcciones Pardós adquirida en 1983 por varios ingenieros (ACS, 2014). Tras mejorar la situación de la empresa comenzaron a buscar una compañía que pudiera adquirir aumentando así su presencia en el mercado. Esta decisión les llevó a la compra de OCISA, una empresa también constructora pero de mayor tamaño y con una larga historia a sus espaldas. Más tarde, decidieron continuar invirtiendo, aunque lo hicieron en otros sectores mediante la adquisición de empresas eléctricas y de telecomunicaciones como: SEMI (1988) y Cobra (1989) (ACS, 2014). El hecho de poseer tantas corporaciones les llevó a plantear fusionarlas en 1993, surgiendo de la compra de OCISA por parte de Construcciones Pardós una nueva empresa denominada O.C.P. Construcciones S.A. (CNMV, 1993-1994). Años más tarde tuvo lugar una nueva fusión de empresas del grupo, que dio lugar a la constitución de Actividades de Construcción y Servicios S.A. (ACS) (1997), quien englobaba a O.C.P. Construcciones, Auxini (empresa constructora adquirida en 1996) y Ginés Navarro (compañía dedicada a la construcción y reparación de edificios, incorporada al grupo en 1997) (ACS, 2014; CNMV, 1997-1998). Sin embargo, la adquisición de todo o parte del capital de otras corporaciones continuaron sucediéndose como, por ejemplo, de Onyx (empresa encargada de recoger residuos tanto urbanos como industriales entre otras actividades de concienciación con el medioambiente, 1999), Imes (compañía dedicada a instalaciones eléctricas, 1999) y Vertresa (empresa de limpieza de residuos y vertederos, 1999) (CNMV, 1999a y 1999b). En todo caso, entre todas las adquisiciones destaca la del Grupo Dragados S.A. en 2003 con la finalidad de crear un gran grupo europeo, lo que supuso un fuerte impulso para la empresa (CNMV, 2002-2003).

Aun gozando de una buena posición dentro del sector de la construcción, ACS continuó diversificándose, adquiriendo el 22% de Unión Fenosa en 2005 (CNMV, 2005) incrementando su participación un 10% en 2006, año en el que también adquirió el 100% de Inmobiliaria Urbis S.A. y que solicitó la compra del 10% de Iberdola S.A. (CNMV, 2006c, 2006d). Tan solo un año después logró adquirir una parte de la empresa constructora alemana HOCHTIEF A.G., de la cual en 2011 ya poseía el 100% de su capital. Esta adquisición le permitió introducirse en el mercado internacional y ganar mayor cartera de negocio (CNMV, 2011b). Todas estas adquisiciones han delimitado sus tres áreas de negocio: construcción, medio ambiente y servicios industriales. Además, también cabe mencionar como en el mes de mayo del presente año este grupo ha presentado una OPA sobre la empresa Leighton, para ampliar su participación de un 58,77% a un 74,23% (CNMV, 2014), lo que supone una gran inversión pues en mayo de 2014 se ha publicado que Leighton ha mejorado sus beneficios un 24% respecto al año pasado (Expansión, 2014b).

5.4.2. Seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe en ACS

Tras conocer la historia y rasgos generales de la empresa, se procede en lo sucesivo a realizar un análisis genérico del conjunto de recomendaciones de gobierno totales que cumple o no la compañía y cuales han sufrido más cambios. Al igual que en Sacyr y Acciona luego se realizará un análisis en mayor profundidad de algunas recomendaciones.

En la Tabla 5.4. se puede observar al igual que en los casos anteriores el número de recomendaciones que cumple la empresa bajo los dos criterios de análisis y el número de recomendaciones aplicables sobre un total de 47. En el caso de ACS se puede decir que de las tres empresas es sobre la que se ha podido disponer de mayor información sobre su gobierno corporativo al poder aplicarse casi todas las recomendaciones. En cuanto a uno y otro criterio sobre el número de recomendaciones que cumple la empresa, se aprecian diferencias pero éstas tienden a disminuir con el paso del tiempo pasando de cuatro en 2009 a tan solamente dos en 2012.

Tabla 5.4. Número de recomendaciones que cumple ACS

Año	Nº de recomendaciones aplicables	Nº de recomendaciones que cumple según revisión propia	Nº de recomendaciones que cumple según la empresa
2009	46	39	43
2010	46	43	44
2011	47	43	45
2012	46	41	43

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACS (2009-2012)

En el extremo opuesto se encuentran aquellas recomendaciones que durante los cuatro años nunca se cumplen, concretamente en este caso son dos: la recomendación nº 9 y la 12. Ambas se comentarán posteriormente, puesto que tratan sobre el número de consejeros considerado óptimo, que se abordará en el apartado sobre el tamaño del consejo de administración, y la recomendación nº 12 defiende el hecho de que la mayoría de miembros debe ser independientes, tratado en el epígrafe la composición del consejo de administración. En lo que respecta a cambios significativos de cumplir a no cumplir o viceversa solo se producen al establecer nuestro criterio por encima del de la empresa, como se ha podrá observar al abordar el número de reuniones o al hablar sobre las comisiones delegadas.

A continuación, se realizará el análisis del gobierno corporativo de la empresa a nivel de recomendaciones concretas, siendo este más exhaustivo y con una estructura idéntica a la desarrollada anteriormente en la parte teórica.

** Tamaño del consejo de administración*

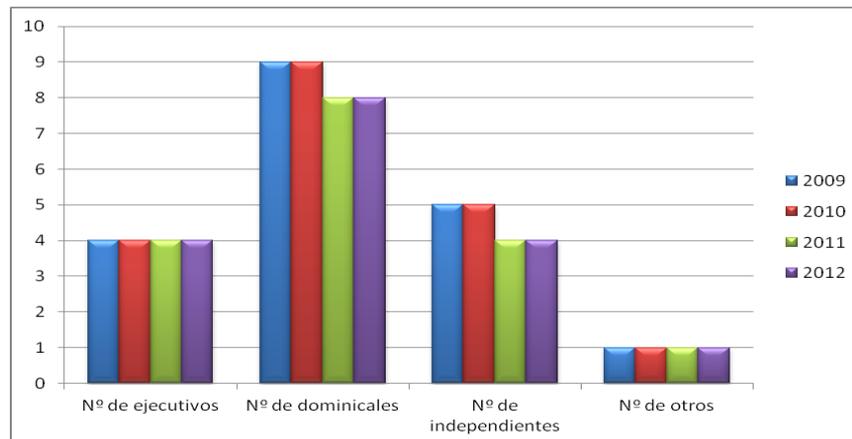
El número de consejeros puede parecer una de las recomendaciones más fáciles y flexibles de llevar a cabo dado que en la recomendación nº 9 se recoge un intervalo dentro del cual puede fluctuar. Sin embargo, ACS en ninguno de los cuatro años analizados presenta un nº de consejeros entre 5 y 15, tal y como se establece, sino que dispone de 19 miembros en 2009 y 2010 y de 17 durante 2011 y 2012. A su favor se puede decir que al menos con el tiempo ha reducido el número de consejeros.

** Composición del consejo de administración*

Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 5.6. la mayoría de miembros del consejo son externos (dominicales, independientes y otros), cumpliendo así con la recomendación nº 10, pero no con la nº 12 que establece que un tercio del total de

miembros del consejo deben de ser independientes. Al poseer 19 consejeros en los años 2009-2010 y 17 consejeros en 2011-2012, debería tener 6,33 y 5,67 consejeros independientes respectivamente, pero solo posee cinco y cuatro como puede verse en el Gráfico 5.6.

Gráfico 5.6. Número de consejeros en cada una de las tipologías (ACS)



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACS (2009-2012)

Otra recomendación que abarca esta temática es la nº 11 que establece que el número de dominicales y su participación en el capital presentan proporcionalidad, al igual que debería producirse con los consejeros independientes. Pero al analizar en detalle la información facilitada por la empresa los resultados presentan ciertas divergencias en alguno de los años, tal y como se puede ver en Tabla 5.5.

Tabla 5.5. Dominicales e independientes y su participación en el capital de ACS

	Dominicales		Independientes	
	Número	Participación en el capital	Número	Participación en el capital
2009	9	5,68	5	0,22
2010	9	0,027	5	0,22
2011	8	5,664	4	0,054
2012	8	0,023	4	0,054

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACS (2009-2012)

En los años 2010 y 2012 el número de dominicales es superior al de independientes y en cambio la participación de estos últimos es ligeramente superior a la de los dominicales. Esta situación es destacable puesto que la recomendación recoge como excepción a la proporcionalidad planteada, que los dominicales presenten un porcentaje superior del capital del que les correspondería. Pero en este caso son los independientes los que presentan una participación mayor a la que les correspondería, por lo que se

producen diferencias en cuanto al cumplimiento de dicha recomendación desde la perspectiva de la empresa y el análisis elaborado.

* *Presencia femenina en el consejo de administración*

Como ya se ha dejado constancia en varias ocasiones, la participación de mujeres dentro del consejo implica una nueva visión sobre los problemas y decisiones a afrontar, por ende su incorporación se valora muy positivamente. Tomando como referencia los IGC de ACS (2009, 2010, 2011 y 2012) se obtiene que durante todos los años analizados ha contado tan solo con una consejera (Doña Sabina Flúxa Thienemann), quien representa la participación en el capital de la empresa Sayglo Holding S.L. y se clasifica como consejera dominical. Además, en el apartado B.1.27. del IGC se explican las medidas desarrolladas para favorecer la incorporación femenina y se facilitan datos al respecto. El año 2009 destaca por ser el año que se incorporó Doña Sabina, la primera mujer de la compañía, lo que permite a su vez que cumpla dicha recomendación. A pesar de la poca representación femenina en el consejo, en este apartado se defiende que entorno al 40% de la plantilla del grupo son mujeres, habiendo experimentado éstas un incremento significativo en los últimos años.

* *Separación de cargos en el consejo de administración*

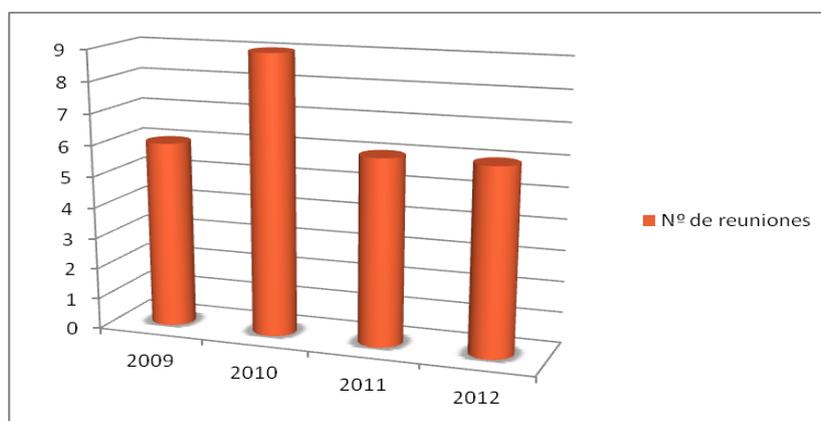
El principal conflicto sobre esta cuestión se produce cuando el presidente del consejo, encargado de tomar las decisiones y mediar entre los distintos consejeros, también ostenta el cargo de director (primer ejecutivo). Por ello, el Código Conthe aunque no lo prohíbe, sí que establece como actuar en caso de que se produzca este hecho. Así, se deja constancia de ello en la recomendación 16, aunque en la 15 ya se define al presidente y sus funciones tal y como ya se ha comentado, en caso de coincidir es imprescindible que el presidente delegue en un consejero independiente parte de sus actividades sobre el consejo, siendo el encargado designado para esta tarea Don José María Aguirre González hasta 2011 cuando se designa como sustituto a Don Miguel Roca Junyet. En consecuencia, ACS sí cumple esta recomendación.

* *Número de reuniones en el consejo de administración*

El número de reuniones óptimas como se viene comentando no está fijado por el Código Conthe que simplemente refleja la necesidad de que se celebren con la finalidad de lograr acuerdos, que se disponga un control para evitar la inasistencia de gran parte

de sus miembros puesto que entonces no tendría sentido su celebración y reflejar en el acta todas las propuestas. Aunque todo ello se recoge en tres recomendaciones (número 18,19 y 20) para poder determinar si cumple o no la recomendación se elaboró un criterio propio a partir de la media de reuniones de todas las empresas. De forma que en el caso de ACS concluimos que solamente el año 2010 cumple con la recomendación al presentar nueve reuniones, en cambio los otros tres años el consejo se reúne tan solo en seis ocasiones. Esto se considera insuficiente bajo nuestro criterio, al no producirse ni siquiera una reunión al mes, pero no bajo el de la empresa que establece el cumplimiento de esta recomendación para los cuatro años. Todo ello queda visible en el Gráfico 5.7.

Gráfico 5.7. Número de reuniones del consejo de administración en ACS



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC ACS (2009-2012)

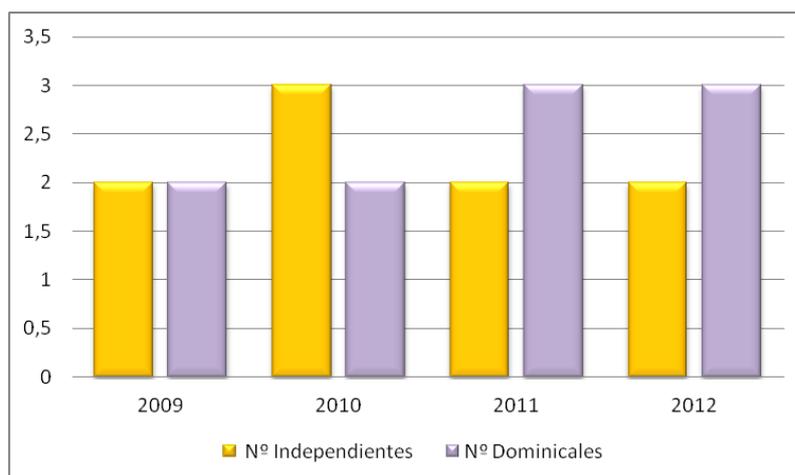
* *Comisiones delegadas del consejo de administración*

El consejo de administración asume una gran variedad de actividades a desempeñar, por ello, ha optado con el tiempo en delegar parte de ellas en grupos de expertos (comisiones y comités) quienes lograr mejores resultados de su gestión. De todos los apartados analizados de los IGC este es el más amplio ya que abarca 17 recomendaciones sobre las distintas comisiones. Además, cabe destacar el caso de ACS por su cumplimiento total en 2010 y casi absoluto durante los cuatro años analizados. En 2009 cumplía 15 recomendaciones de las 17 posibles y en 2011 y 2012 tan solo incumplía una.

A continuación, se describen cuales fueron las que impidieron que esos años ACS alcanzara el cumplimiento de las 17. Para el año 2009 se obtiene un número menor de cumplimiento de estas recomendaciones desde nuestra perspectiva, ya que la empresa

defiende en el resumen de la parte final del informe de gobierno corporativo el cumplimiento integro de las mismas. Las dos diferencias que se producen tienen lugar en las recomendaciones 39 y 49. La primera de ellas hace referencia a la comisión de nombramientos y retribuciones y al comité de auditoría, y más concretamente, donde se determinan una serie de puntos a cerca de su funcionamiento y composición. Comprobando uno por uno los cinco puntos planteados en la recomendación se observa que para este año (2009) se incumple el tercero de ellos, que fija que los presidentes de ambas comisiones deben ser independientes, pero la comisión de nombramientos y retribuciones presenta a un dominical (Don Pablo Vallbona Vadell) frente al comité de auditoría, quien si cumple con la recomendación al estar presidido por Don José Álvaro Cuervo García (consejero independiente). Así pues, incumple la recomendación al no tener en cuenta situaciones intermedias, o se cumple o no se cumple. En cuanto a la recomendación 49 también se determina un incumplimiento puesto que ésta establece que la mayoría de los miembros de la comisión de nombramientos y retribuciones deben ser independientes y no es así, tal y como apreciamos en el Gráfico 5.8. Así, se observa como ni en 2009, 2011 ni 2012 se cumple con dicha recomendación, ya que o bien se igualan los distintos tipos de consejeros o tiene lugar todo lo contrario a lo establecido, siendo los dominicales los que destacan sobre los independientes.

Gráfico 5.8. Composición la comisión de nombramientos y retribuciones en ACS



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de IGC ACS (2009-2012)

Después de la presentación de este análisis individual sobre aspectos concretos del gobierno corporativo en función de las recomendaciones del Código Conthe, en el siguiente apartado se procede a sintetizar los hechos más relevantes a nivel comparativo de las tres empresas.

5.5. RESUMEN DEL SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DEL CÓDIGO CONTHE

Con la idea de proporcionar información a nivel agregado sobre el cumplimiento de las recomendaciones del Código Conthe en relación al consejo de administración, en primer lugar, tal y como se explicó anteriormente y una vez ubicada y extraída toda la información de los distintos apartados de los informes de gobierno, la misma se codifica mediante el siguiente criterio: cumple =1, no cumplen =0. Agrupando los resultados, se puede calcular el porcentaje de compromiso de las empresas con las recomendaciones del Código Conthe. Para ello, se suman todas las recomendaciones que cumple cada una de las tres compañías y se divide por el número de recomendaciones que se pueden analizar ó aplicar en cada caso. De esta forma, se obtiene el siguiente porcentaje de cumplimiento por parte de las tres empresas, ó un índice global de gobierno corporativo.

En la Tabla 5.6. se aprecia cómo se producen cambios de forma sistemática siendo Sacyr y ACS las que más cambios experimentan, logrando casi un incremento de un 10% desde el 2009 hasta el 2012. Por ejemplo, Sacyr muestra una gran mejoría entre 2011 y 2012 recuperando así el descenso sufrido entre 2010 y 2011. En cambio Acciona, aunque no experimenta grandes cambios, ya que se sitúa en todo momento entorno al 97% de cumplimiento, siendo, por ende, la mejor de las tres compañías a nivel de gobierno corporativo en lo relativo al consejo de administración de acuerdo con el Código Conthe, seguida de ACS y Sacyr.⁷

Tabla 5.6. Porcentaje de recomendaciones que cumplen las empresas según criterio propio

Año	SACYR	ACCIONA	ACS
2009	73,913%	97,727%	84,783%
2010	76,087%	97,674%	93,478%
2011	73,333%	97,674%	91,489%
2012	82,609%	97,619%	89,130%
Media	76,486%	97,674%	89,720%

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR, ACCIONA, ACS (2009-2012)

⁷ También se ha realizado este análisis con la información “resumen” que proporciona cada compañía sobre las recomendaciones que cumple y, a pesar de que como ya se expuso difieren de nuestro criterio en ciertas ocasiones la tendencia global se mantiene de forma idéntica.

Es necesario mencionar que aunque Acciona parece presentar una tendencia levemente decreciente a pesar de ser la que mayor porcentaje de cumplimiento presenta, es debido a que en algunos años alguna recomendación no era aplicable. Así todas las empresas han perdido en algún año dos recomendaciones, por ejemplo, Sacyr entre 2010-2011 (35 recomendaciones a 33), ACS 2011-2012 (de 43 recomendaciones a 41) y Acciona pasa de 43 recomendaciones en 2009 a 41 en 2012. Por ejemplo, en el caso de Acciona éste descenso se debe a la variación que sufren dos recomendaciones la n° 32 (cese y dimisión) y n° 38 (comisión delegada) que dejan de poder aplicarse ya que, o bien no se cesa a ningún consejero ese año, o la comisión delegada no se ha reunido y, por lo tanto, no se pueden aplicar estas recomendaciones; es decir, esos años no computan y de ahí esa ligera disminución.

En lo relativo a las recomendaciones y más en concreto, aquellas que se cumplen regularmente, se pueden mencionar las siguientes: interés social (n° 7), composición del consejo sobre la mayoría de externos (n° 10), diversidad de género (n° 14), selección y nombramiento de los consejeros (n° 26), información pública a los consejeros (n° 27), cese y dimisión (n° 28, 29 y 30), sobre retribuciones (n° 34 y 36) y en cuanto a comisiones delegadas (n° 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 51, 52 y 53). Por otro lado, no son destacables cambios notables en su evolución pues apenas hay casos en los que se produzcan variaciones, ya que o bien se cumplen o no se cumplen. En todo caso es necesario destacar aquellos casos en los que la empresa pasa a cumplir una recomendación y desde ese momento mantiene el compromiso de preservarla. Esta circunstancia ocurre más en Sacyr y ACS al cumplir en un inicio menos recomendaciones. Así, por ejemplo, en el caso de Sacyr si hay cambios en recomendaciones como la n° 9 sobre el tamaño del consejo de administración, la n° 31 de cese y dimisión o la n° 33 acerca de las retribuciones. Por su parte, ACS también presenta una mejora, al pasar a cumplir algunas recomendaciones, como por ejemplo, la n° 17 relativa al secretario, la n° 23 sobre la información de los consejeros o la n° 39 sobre la comisión de supervisión y control.

Toda esta información queda recogida a modo de resumen en el Cuadro 5.2. donde se puede apreciar por sub-apartados, empresas y años el cumplimiento o no de las recomendaciones del Código Conthe en el periodo estudiado. Además, en el Anexo 2, en el cual a partir de las 47 recomendaciones analizadas para las tres empresas, las

columnas nos indican el número de años en que cada compañía cumple cada una de las recomendaciones, es decir, los cuatro tomados como muestra, menos o incluso ninguno.

Cuadro 5.2. Cumplimiento a nivel de recomendaciones: Sacyr, Acciona y ACS

	2009	2010	2011	2012
PANEL A: SACYR				
<i>Tamaño C.A.</i>	Sí	Sí	No	Sí
<i>Composición C.A.</i>	P	P	P	P
<i>Presencia Femenina</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Separación de cargos</i>	No	No	No	No
<i>Reuniones</i>	P	Sí	P	Sí
<i>Comisiones</i>	P	P	P	P
PANEL B: ACCIONA				
<i>Tamaño C.A.</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Composición C.A.</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Presencia Femenina</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Separación de cargos</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Reuniones</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Comisiones</i>	P	P	P	P
PANEL C: ACS				
<i>Tamaño C.A.</i>	No	No	No	No
<i>Composición C.A.</i>	P	P	P	P
<i>Presencia Femenina</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Separación de cargos</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Reuniones</i>	P	Sí	P	P
<i>Comisiones</i>	P	Sí	P	P

Sí= si cumple todas las recomendaciones; No = no cumple

P = cumple de modo parcial, es decir, la mitad o más de las recomendaciones sobre ese apartado

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR, ACCIONA, ACS (2009-2012)

Para concluir, en el siguiente apartado se compararán los resultados obtenidos sobre el cumplimiento del Código Conthe con la *performance* que obtienen las empresas. Así, se tratará de observar si hay algún tipo de relación entre ambas y en caso afirmativo valorar la influencia ó signo de una variable sobre la otra.

5.6. RELACIÓN ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA *PERFORMANCE* EMPRESARIAL

El objetivo de este apartado es analizar si existe alguna correlación entre un buen gobierno corporativo y la *performance* empresarial. Para llevar a cabo esta comparativa, se ha tomado como referencia los datos ya presentados de cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración a partir de los IGC y varios indicadores de la *performance* empresarial, algunos de naturaleza contable (por ejemplo, rentabilidad económica y financiera) y otro un indicador de mercado (*proxy* de la q de Tobin). Con la finalidad de garantizar la homogeneidad del análisis se emplea como índice de gobierno el obtenido a partir de la propia revisión efectuada, así todas las empresas reciben el mismo trato y las conclusiones no estarán sesgadas.

Para la obtención de la información económica-financiera se ha tomado como referencia las cuentas anuales consolidadas de las compañías disponibles a través de la CNMV y la información relativa a su capitalización fue extraída de la página web de la Bolsa de Madrid.

- La **rentabilidad económica** (RE) hace referencia a todos aquellos rendimientos o ingresos que obtiene la empresa gracias al correcto uso de sus activos, de forma que resulta un dato muy atractivo tanto para los directivos de la empresa como para todos los *stakeholders*, siendo quizás los prestamistas los que más riesgos asumen si la evolución no es favorable (Gironella, 2014). Para calcularla se toma el beneficio de explotación, es decir, los beneficios antes de aplicar impuestos, y se divide entre el total de activos que posee la empresa (todas las partidas consideradas en millones de euros).

- La **rentabilidad financiera** (RF) viene determinada por el beneficio neto (millones de euros), es decir el beneficio final tras deducir todos los gastos, incluidos los impuestos, dividido por los fondos propios de la empresa (millones de euros). Por lo tanto, con este ratio se mide la capacidad de la compañía para generar un rendimiento (dividendos) a los acreedores de recursos, quienes serán los más interesados en que este dato sea muy positivo (Cámara de Comercio, 2004).

- Por último, se determina el **valor de mercado** (VALOR) de cada una de las empresas para cada año analizado, siendo necesario para obtener este valor disponer de

información acerca de la capitalización en el mercado (Bolsa de Madrid, 2014a, 2014b, 2014c) y a ésta, sumarle la financiación ajena (activo total menos fondos propios). Una vez que tenemos esta cifra se divide por el activo total del que dispone la compañía cada uno de los años (Mínguez-Vera y Martín-Ugedo 2007). En definitiva, el *proxy* utilizado como el valor de mercado es un *proxy* de la q de Tobin, que muestra como se ve a la empresa en función de la situación que presente, para lo cual se tienen en cuenta los logros obtenidos así como las deudas y el respaldo de estas.

En la Tabla 5.7. se muestra en la primera columna el ratio relativo al cumplimiento de las recomendaciones del Código Conthe de las tres empresas consideradas (ratio de gobierno), mientras que las otras tres columnas reflejan la rentabilidad económica, rentabilidad financiera y valor de mercado de las mismas. De tal manera que se puede apreciar como la tendencia de la rentabilidad económica a lo largo de los años de estudio en las tres compañías analizadas es muy diversa. Por un lado, en el caso de Acciona se mantiene prácticamente invariable y, por otro lado, Sacyr y ACS con resultados opuestos. ACS muestra datos muy positivos llegando incluso a triplicar su valor de 2009 a 2012, mientras que Sacyr presenta valores muy similares si se habla en términos absolutos, puesto que pasa de una cantidad ínfima pero positiva a una muy próxima a esta pero negativa. Por lo tanto, si se comparan estos resultados con el ratio de gobierno corporativo no se ve gran similitud en su tendencia, puesto que para Sacyr este arrojaba una mejoría y la rentabilidad económica todo lo contrario. En cuanto a ACS se aprecia cierta coherencia hasta el 2011 ya que en 2012 la rentabilidad económica experimenta un crecimiento muy elevado, mientras que en cambio, el porcentaje de recomendaciones que se cumplen refleja un mínimo descenso.

Los datos obtenidos sobre la rentabilidad financiera para las tres empresas dejan latente un descenso generalizado de esta magnitud en todas, siendo el peor resultado el presentado por Sacyr para 2012, seguido del de ACS y el de Acciona. De forma que, nuevamente, a simple vista no se aprecia ningún vínculo con el ratio de las recomendaciones de gobierno corporativo. Todas las compañías mejoran respecto a sus inicios, a pesar de que ACS haya experimentado un ligero descenso del porcentaje de cumplimiento en 2012, y en cambio en relación a la rentabilidad financiera todas ellas presentan bruscos descensos.

Tabla 5.7. Ratio de gobierno corporativo y *performace*

Empresa	Año	Ratio de Gobierno	RE	RF	VALOR
Sacyr	2009	73,913%	0,28%	17,57%	0,976
	2010	76,087%	1,86%	5,55%	0,889
	2011	73,333%	1,29%	-62,87%	0,948
	2012	82,609%	-0,31%	-66,17%	0,950
Acciona	2009	97,727%	-0,80%	30,98%	1,268
	2010	97,674%	-0,73%	5,58%	0,828
	2011	97,674%	-0,82%	5,33%	0,999
	2012	97,619%	-0,82%	4,32%	0,853
ACS	2009	84,783%	8,85%	34,86%	1,849
	2010	93,478%	10,30%	43,29%	1,878
	2011	91,489%	9,89%	36,05%	1,461
	2012	89,130%	26,05%	-38,12%	1,528

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC, Bolsa de Madrid, Cuentas Anuales Consolidadas (Sacyr, Acciona, ACS)

Por su parte, si se compara la evolución del ratio de gobierno corporativo de cada empresa con la evolución del valor de mercado, sigue sin encontrarse ningún tipo de vínculo o relación, ya que Acciona se mostraba más bien invariable en cuanto al gobierno corporativo, pero en cuanto al valor de mercado experimenta el mayor descenso de todas las empresas para luego oscilar entre 0,8 y el 1. Las otras dos compañías también sufren cambios, siendo opuestos a los que experimenta con el gobierno corporativo en el caso de Sacyr y más similares para ACS.

Por otro lado, en esta Tabla se puede apreciar como las variables relativas a la *performance* tienden a empeorar sus resultados con el paso de los años, destacando el año 2009 como el que posee el mejor valor. Probablemente, esto esté marcado porque en el 2008 estalló la burbuja inmobiliaria que paralizó el sector y sus consecuencias comenzaron a hacerse más visibles en el 2010 año el que se observan descensos bruscos en la rentabilidad financiera y el valor de mercado en el caso de Sacyr y Acciona. Sin embargo, ACS parece haber mantenido sus resultados prácticamente invariables a pesar de las dificultades, destacando el gran descenso que experimenta la rentabilidad financiera para el año 2012.

Además, se ha procedido a calcular mediante el programa estadístico Stata si realmente hay algún tipo de correlación significativa entre las variables, aun siendo conscientes que disponemos de una muestra de datos de solo 12 observaciones, lo que

nos hace ser muy cautos sobre la generalización de los resultados obtenidos. Tal y como se puede observar en la Tabla 5.8., los resultados parecen apoyar una relación positiva pero no significativa entre las variables consideradas de gobierno y resultados.

Tabla 5.8. Matriz de correlaciones: gobierno y *performance*

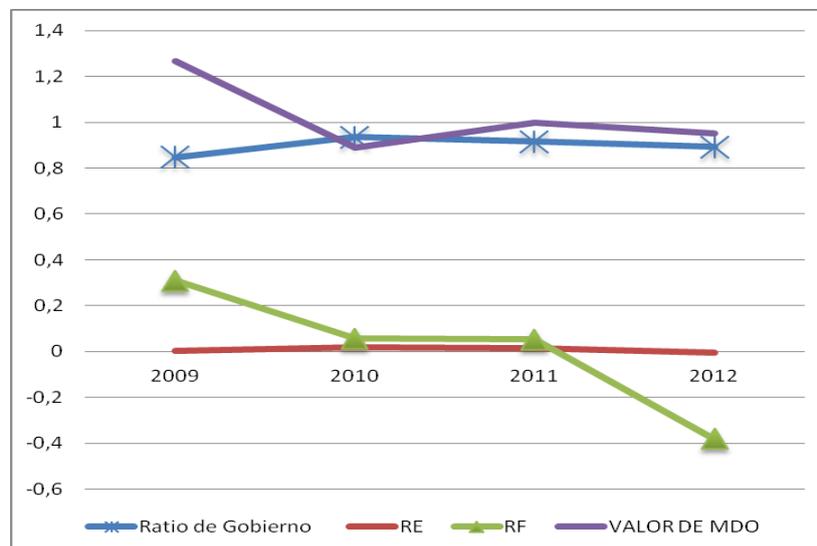
	GC	RE	RF	V. MDO
GC	1			
RE	0,0234 (0,9424)	1		
RF	0,4090 (0,1867)	-0,0119 (0,9707)	1	
VALOR	0,1618 (0,6155)	0,6874 (0,0135)	0,4582 (0,1341)	1

(p-value)

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC, Bolsa de Madrid, Cuentas Anuales Consolidadas (Sacyr, Acciona, ACS, 2009-2012)

Esta ausencia de relación significativa entre las variables también se puede apreciar en el Gráfico 5.9., donde el valor mediano⁸ para cada una de las variables en función de los datos de las tres empresas para los cuatro años muestra una evolución diferente para cada magnitud.

Gráfico 5.9. Gobierno y *performance* (valores medianos)



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC, Bolsa de Madrid, Cuentas Anuales Consolidadas (Sacyr, Acciona, ACS)

En resumen, se puede concluir que para la información recogida y las empresas seleccionadas no se observa ningún tipo de relación entre el mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Conthe y mejores resultados

⁸ Dado nuestro tamaño muestral, se considera más representativo el valor mediano que la media.

económicos. Quizás el hecho de que esto no tenga lugar se debe, en primer lugar, a nuestro tamaño muestral inferior al recomendado para extraer conclusiones generalizables, y, a que el sector de la construcción durante estos años atravesó por serias dificultades, de las que hoy por hoy continúa lamentándose, incluso a pesar de la presencia en el exterior que poco a poco han ido ganando estas empresas. Finalmente, somos conscientes de la naturaleza descriptiva del estudio, siendo necesarios análisis más robustos que tengan en cuenta otros factores que también pueden influir también en el resultado empresarial (tamaño, sector, etc).

6. CONCLUSIONES

Para concluir este Trabajo Fin de Grado, en el que se ha presentado un estudio descriptivo sobre el gobierno corporativo y su posible implicación en los resultados empresariales tomando como ejemplo tres empresas españolas cotizadas, se elaborará una síntesis de aquellos puntos más significativos.

La necesidad de disponer de recursos para la primera inversión y para todas aquellas necesarias para el mantenimiento de la empresa en funcionamiento así como el desarrollo del mercado de capitales, justifica la relevancia atribuida al gobierno corporativo. Las compañías necesitan una buena imagen empresarial de cara al mercado que anime a los inversores a aportarles recursos. En este sentido, los comportamientos oportunistas por parte de los miembros de la empresa no tienen cabida, ya que no harán sino que perjudicarla en un entorno tan competitivo como el actual. Es por ello, que el diseño de un buen gobierno corporativo se vuelve un aspecto relevante dentro del proceso de dirección estratégica por el impacto que puede tener sobre los resultados empresariales.

El estudio descriptivo llevado a cabo a partir de tres empresas españolas cotizadas (Sacyr, Acciona y ACS) y en el periodo 2009-2012 muestra en general una mejoría en el cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración recogidas en el Código Conthe, tanto si se considera la información resumen de la empresa en la parte final de los IGC como la revisión propia efectuada apartado a apartado, siendo Acciona la compañía que a lo largo de todo el periodo analizado presenta un mejor índice de gobierno corporativo, seguida de ACS y de Sacyr, aunque es esta última la que experimenta una mayor mejoría con el paso del tiempo. Las empresas parecen ser conscientes de la importancia de un buen gobierno de cara a

transmitir una buena imagen y obtener financiación, sobre todo en época de crisis, y en un sector tan afectado por la misma como es el sector de la construcción.

Además, tras analizar en profundidad las 47 recomendaciones relativas al consejo de administración de las 53 que recoge el Código Conthe es posible destacar dos comportamientos: el cumplimiento generalizado de ciertas recomendaciones y la ausencia del mismo sobre otras. Aquellas que las tres empresas cumplen con más frecuencia, por completo o de modo parcial, son las relativas a la composición del consejo, a la presencia de mujeres consejeras, el número de reuniones (según el criterio propio para su análisis) o la existencia de comisiones. Más concretamente, se trata de las siguientes recomendaciones: la nº10, que aborda la composición del consejo de administración, el cual tiende a estar compuesto en su mayoría por consejeros externos aunque les falta dar un paso en este sentido para lograr que al menos un tercio del consejo sean independientes. En cuanto a la participación femenina, cabe destacar como en los últimos años éstas han conseguido entrar a formar parte del mundo empresarial (nº14). Por último, todas las relativas a las comisiones delegadas no solo se encuentran presentes en todas y cada una de las empresas, sino que además algunas de ellas como Acciona desarrollan otras a parte de las generales, como el comité de sostenibilidad.

En cambio, dentro de las recomendaciones que menos se cumplen o las que presentan mayor variabilidad, se encuentran: el tamaño del consejo (nº 9), o la acumulación de cargos relevantes como son el presidente del consejo y el máximo directivo, recayendo ambos en la misma persona (nº16).

Por otro lado, al tratar de demostrar la existencia de una relación directa o positiva entre un mayor grado de cumplimiento del Código Conthe y los resultados empresariales, medidos en términos de rentabilidad y valor, no se ha encontrado una relación clara y directa entre ambas variables. En todo caso, hay que ser cautos con este hallazgo debido a nuestro reducido tamaño muestral, el tipo de metodología descriptiva utilizada y como quizás otros análisis más robustos que permitieran considerar conjuntamente la influencia de otras características empresariales, podrían arrojar otros resultados. Además, los años analizados están llenos de múltiples controversias debido a la crisis económico-financiera mundial desatada concretamente por el sector analizado, el de la construcción.

Por todo ello, las principales implicaciones que pueden extraerse tras realizar este estudio son las siguientes. En primer lugar, a nivel teórico se ha dejado patente como las empresas cuentan con dos vías de actuación o mecanismos de control tanto a nivel interno como externo. Los mecanismos de control internos están constituidos por diferentes aspectos propios de la compañía, tales como la propiedad o el consejo de administración (sobre el que se ha centrado el estudio), mientras que los mecanismos externos incluyen todos los mercados en los que opera la empresa.

En segundo lugar, tras analizar la evolución del cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración establecidas por el Código Conthe por parte de Sacyr, Acciona y ACS, se han apreciado diferencias significativas en su comportamiento a lo largo del tiempo, aun perteneciendo todas al mismo sector de actividad y siendo competidoras directas. En todo caso, si es cierto que en conjunto todas muestran una tendencia hacia un mayor cumplimiento en el momento actual. Ello puede estar denotando que el gobierno corporativo es un aspecto positivo y que las empresas parecen tener en cuenta, pues año tras año tratan de mejorar aquellos aspectos que de acuerdo a las recomendaciones del Código Conthe incumplen, al ser conscientes de la importancia y repercusión que puede tener para la obtención directa de financiación.

En tercer lugar, el hecho de que el índice de gobierno construido muestre algunas variaciones o diferencias en relación a la información resumen directamente facilitada por la empresa, debería hacer pensar a los inversores, y a todos en general, que hay que ser cautos a la hora de interpretar el contenido de los IGC, siendo recomendable analizar apartado por apartado con detalle y no guiarse por el "simple" resumen que ofrece la compañía al final.

Finalmente, los organismos o reguladores públicos deberían incentivar a las empresas a actuar sobre determinadas recomendaciones que de manera continuada en el tiempo no suelen cumplirse con facilidad. Además, a la luz de los resultados mostrados en el presente Trabajo Fin de Grado, se deberían fomentar nuevos estudios sobre esta temática que utilicen metodologías más robustas y que consideren empresas de otros sectores, lo que permitirá profundizar así en el estudio de la relación buen gobierno-resultados.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Acciona (2014a). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.acciona.es/quienes-somos/historia>
- Acciona (2014b). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.acciona.es/quienes-somos/webs-de-acciona>
- ACS (2014). Retrieved 05/07, 2014, from http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/conozcaacs_historia
- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Agrawal, A., & Walkling, R.A. (1994). Executive careers and compensation surrounding takeover bids. *The Journal of Finance*, 49, 985-1014.
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Corporate governance and product market competition. In Vives X. (Ed.), *Corporate governance: Theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Autoridad del Canal de Panamá (ACP) (2009). Resumen del proceso para la selección del contratista. Proyecto del tercer juego de exclusas. Retrieved 04/23, 2014, from <https://micanaldepanama.com/wp-content/uploads/2012/02/resumen-ejecutivo.pdf>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.
- Berle, A., & Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bolsa de Madrid (2014a). Retrieved 05/12, 2014, from <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0125220311>
- Bolsa de Madrid (2014b). Retrieved 05/12, 2014, from <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0167050915>
- Bolsa de Madrid (2014c). Retrieved 05/12, 2014, from <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0182870214>
- Brennan, N., & McCafferty, J. (1997). Corporate governance practices in Irish companies. *Irish Business and Administrative Research*, 18(1), 116-135.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Cámara de Comercio (2004). *Rentabilidad Empresarial. Propuesta práctica de Análisis y Evaluación*.p.7-16 Retrieved 05/12, 2014, from http://www.camaras.org/publicado/estudios/pdf/otras_pub/rentabilidad/cap1_rentab.pdf
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2010). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Carter, D.A., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financial Review*, 38, 33-53.
- Chivite, S., & Rodríguez, C. (2008). Análisis de los diez años de Gobierno Corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe. Artículo

- presentado en el XII Congreso de Ingeniería de Organización celebrado en Burgos. Retrieved 02/08, 2014, from <http://www.revistadyo.es/index.php/dyo/article/viewFile/33/33>
- Circular (1/2004). Retrieved 02/18, 2014, from https://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/circulares/1_04.pdf
- Circular (4/2007). Retrieved 02/19, 2014, from http://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/circulares/4_07.pdf
- CNMV (1991-1994). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=48>
- CNMV (1993-1994). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=52>
- CNMV (1997). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=47>
- CNMV (1997-1998). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=48>
- CNMV (1999-2000). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=44>
- CNMV (1999a). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=46>
- CNMV (1999b). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=45>
- CNMV (2000). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=42>
- CNMV (2002-2003). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=38>
- CNMV (2003). Retrieved 05/03, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=37>
- CNMV (2004). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=36>
- CNMV (2005). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=31>

- CNMV (2006a). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=29>
- CNMV (2006b). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A08001851&division=1&page=27>
- CNMV (2006c). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=30>
- CNMV (2006d). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=27>
- CNMV (2011a). Las OPAS. Qué son y cómo actuar. Retrieved 03/02, 2014, from https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF
- CNMV (2011b). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=12>
- CNMV (2014). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28004885&division=1&page=1>
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386-405.
- Código Conthe. (2006). Código Unificado de Buen Gobierno, CNMV. Retrieved 02/15, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/~verDoc.axd?t={ecad8a07-4d5c-4802-b0eb-0189925bc117}>
- Código Conthe. (2013). Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, CNMV. Retrieved 02/16, 2014, from http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JUNIO2013.pdf
- Código Olivencia. (1998). El Gobierno de las Sociedades Cotizadas, CNMV. Retrieved 02/28, 2014, from <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Acciona (2009). Retrieved 05/08, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2009/11716.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Acciona (2010). Retrieved 05/08, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2010/12529.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Acciona (2011). Retrieved 05/08, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2011/13311.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Acciona (2012). Retrieved 05/08, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2012/14159.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, ACS (2009). Retrieved 05/10, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2009/11787.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, ACS (2010). Retrieved 05/10, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2010/12590.pdf>

- Cuentas Anuales Consolidadas, ACS (2011). Retrieved 05/10, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2011/13461.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, ACS (2012). Retrieved 05/10, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2012/14208.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Sacyr (2009). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2009/12005.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Sacyr (2010). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2010/12613.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Sacyr (2011). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2011/13409.pdf>
- Cuentas Anuales Consolidadas, Sacyr (2012). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.cnmv.es/AUDITA/2012/14310.pdf>
- Cuentas Anuales Sacyr (2009). Retrieved 04/25, 2014, from <https://micanaldepanama.com/wp-content/uploads/2012/02/informe-audidores-independientes.pdf>
- Cuervo, Á., Fernández Álvarez, A.I., & Gómez Ansón, S. (2002). Mecanismos externos de control de la empresa: El papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, 50, 54-73.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-48.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Denis, D.J., & Denis, D.K. (1995). Performance changes following top managers dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.
- Denis, D.J., & Serrano, J.M. (1996). Active investors and management turnover following unsuccessful control contests. *Journal of Financial Economics*, 40, 239-266.
- Department for Business Innovation & Skills (del Gobierno de UK). (2011). Women on boards. Retrieved 02/28, 2014, from https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf
- Expansión (2014a). Retrieved 05/06, 2014, from <http://www.expansion.com/agencia/efe/2014/04/06/19402836.html>
- Expansión (2014b). Retrieved 05/12, 2014, from <http://www.expansion.com/2014/05/06/empresas/inmobiliario/1399370307.html>
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43-67.
- Fich, E.M., Tran, A.L., & Walkling, R.A. (2014). On the importance of golden parachutes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, available on CJO2014. doi: 10.1017/S002210901300063X.
- Flynn, J.E., & Chan, P.S. (1992). Configurations of board of director composition and structure, strategic attributes and business performance. *Journal of Applied Business Research*, 8(3), 24-34.
- Franks, J., & Mayer, C. (1994) Ownership and control in Germany. Working Paper, *London Business School*.
- García Osma, B., & Gill de Albornoz, B. (2005). El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España. Documento de Trabajo del Instituto Valenciano De Investigaciones Económicas, 11.
- Gironella, M.E. (2014). Cálculo de la rentabilidad económica de una empresa. *Economistas Expertos en Contabilidad e Información Financiera (ECIF)*. Retrieved 05/10, 2014, from <http://www.economistas.org/ECIF/gestor/boletines/Boletin16/03.pdf>
- Grossman, S.J., & Hart, O.D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Grossman, S.J., & Hart, O.D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Guerras, L.A., & Navas, J.E. (2002). *La dirección estratégica de la empresa Teoría y aplicaciones* (3rd ed.). Madrid: Civitas Ediciones S.L
- Guerras, L.A., & Navas, J. E. (2007). *La Dirección estratégica de la empresa: Teoría y aplicaciones* (4th ed.). Madrid: Thomson-Civitas.
- Guest, P.M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Hart, O.D. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. *The Bell Journal of Economics*, 14(2), 366-382.
- Heidrick & Struggles International (2014). Towards dynamic governance 2014. European Corporate Governance. Retrieved 16/03, 2014, from <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance.pdf>
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1988). The determinants of board composition. *Journal of Economics*, 19(4), 589-605.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-22.
- Hernández, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, 37(2), 172-193.
- Himmelberg, C., Hubbard, R., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

Holmstrom, B. (1982). Managerial incentive problems: A dynamic perspective. En varios autores (Eds.), *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbek* (pp. 210-235). Swedish School of Economics: Helsinki.

IGC ACCIONA (2009). Retrieved 05/02, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={6aed3cda-5a2f-40d4-9b27-26967bd455e9}>

IGC ACCIONA (2010). Retrieved 05/02, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={37c91f2b-b933-4f7f-9eb2-c31f0d072ebe}>

IGC ACCIONA (2011). Retrieved 05/02, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={40903a99-6d1d-410a-a726-f694b8a4ef01}>

IGC ACCIONA (2012). Retrieved 05/02, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={7e1da740-57dd-457b-9155-26e288f75724}>

IGC ACS (2009). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9500d2f4-7595-4f66-a83e-faff5ac0343b}>

IGC ACS (2010). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={54e62a98-5e05-4ce6-89db-3c2fa636cad4}>

IGC ACS (2011). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={42780364-c46d-4f58-9f62-5e86b2477578}>

IGC ACS (2012). Retrieved 05/05, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={cba39587-b24d-43f9-bab0-295e4d236a23}>

IGC SACYR (2009). Retrieved 04/28, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f449bf4b-dd01-43e2-ad32-1e013c71edd4}>

IGC SACYR (2010). Retrieved 04/28, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9a0666c2-d9cf-4abb-aa72-e9f5dd7e7fbe}>

IGC SACYR (2011). Retrieved 04/28, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={1c923024-d362-4496-a739-9a3c13f2cb0d}>

IGC SACYR (2012). Retrieved 04/28, 2014, from <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={0444b993-c91d-4bb1-bb2a-b3ce269d8026}>

Informe Aldama. (2003). Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. CNMV. Retrieved 03/13, 2014, from <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (2014) Index of codes. Retrieved 02/28, 2014, from http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

Jarrel, G.A., & Bradley, M. (1980). The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers. *Journal of Law and Economics*, 23, 371-403.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

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

Jensen, M.C., & Fama, E.F. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kato, T., & Long, C. (2007). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in china: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34, 796-817.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41, 275-299.
- Klein, A. (2006). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *NYU Law and Economics Research Paper*, 6-42.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lambert, R., & Larcker, D., (1985). Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 179-203.
- Ley (44/2002). de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. (2002). Retrieved 02/18, 2014, from http://app.bde.es/clf_www/leyes.jsp?id=9321&tipoEnt=0
- Ley de transparencia. (2003). Retrieved 02/17, 2014, from <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2003-14405>
- López Iturriaga, F. J., & Morrós R., I. (2011). Consejo de administración y performance de la empresa: Efecto de la pertenencia a múltiples consejos. Documento de Trabajo de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), 659.
- Manne, H.G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.
- Martin, M., & McConnell, J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *The Journal of Finance*, 46, 671-687.
- McConnell, J.J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mi canal de Panamá (2014a). Retrieved 04/24, 2014, from <http://micanaldepanama.com/servicios/canal-servicios-maritimos/rutas-comerciales/>
- Mi canal de Panamá (2014b). Programa de ampliación del Canal de Panamá, Retrieved 04/23, 2014, from <https://micanaldepanama.com/ampliacion/wp-content/uploads/2014/04/ProgramaAbril2014.pdf>
- Mínguez-Vera, A., & Martín-Ugedo, J.F. (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, 16, 81-98
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Murphy, K. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- Murphy, K.J. (1999). Executive compensation. En O. Ashenfelter y D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol.3. Amsterdam: North Holland.
- Nickell, S. (1996). Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy*, 104(4), 724-746.

- O'Higgins, E. (1992). Non-executive directors in the Irish boardroom; selection and characteristics. Dublin: Network.
- OCDE. (2004). Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Retrieved 02/15, 2014, from <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Pérez-Galdós E. (2007). La compañía de los ferrocarriles de Medina del Campo a Zamora, y luego de Orense a Vigo como concesionaria y explotadora (1862-1929). *Revista de Obras Públicas*, 3473, 51-66.
- Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 312-325.
- Rodríguez Fernández, M., Fernández Alonso, S., & Rodríguez Rodríguez, J. (2013). Estructura del consejo de administración y rendimiento de la empresa española cotizada. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 22, 155-168.
- Roldán A., A. (2006). El mercado de capitales. Trabajo presentado al II Curso de alta especialización en fiscalidad financiera celebrado en la Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en el segundo semestre de 2006. Retrieved 20/03, 2014, from http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formacion/05_2008/Colab_10_08.pdf
- RTVE (2009). Retrieved 04/23, 2014, from <http://www.rtve.es/noticias/20090708/grupo-liderado-sacyr-construira-tercer-juego-esclusas-del-canal-panama/284210.shtml>
- Sacyr (2014a). Retrieved 04/26, 2014, from <http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=portalGrupo&FUNCTION=3&locale=es&idXml=106&empresa=1#arriba>
- Sacyr (2014b). Retrieved 04/27, 2014 from <http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=portalGrupo&FUNCTION=3&locale=es&idXml=106&empresa=0#arriba>
- Sacyr (2014c). Retrieved 04/26, 2014, from <http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=portalGrupo&FUNCTION=3&idXml=106&locale=es>
- Sacyr (2014d). Retrieved 04/26, 2014, from <http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=portalGrupo&FUNCTION=6&idXml=104&locale=es>
- Sacyr (2014e). Retrieved 04/27, 2014, from <http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=portalGrupo&FUNCTION=3&locale=es&idXml=106&empresa=5#arriba>
- Salas F., V. (2002). El gobierno de la empresa. *Colección Estudios Económicos*, 29, 5-214.
- Sesil, J. (2002). Broad-based employee stock options in US new economy firms. *British Journal of Industrial Relations*, 40, 273-294.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, C.W., & Warner, J.B. (1979). On financial contracting. An Analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Stulz, M.R. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Termes C.R. (2003). Las irregularidades financieras y la economía de mercado. *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, 80, 141-176.
- Terreros C.G. (2008). El comité de Auditoría y sus funciones. *Documentos de trabajo del departamento de derecho mercantil, Universidad complutense*, 1-125. Retrieved 15/03, 2014, from http://eprints.ucm.es/7572/1/DT_17.pdf
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (1997). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. Artículo presentado en el Congreso Danish Research Unit in Industrial Dynamics, Dinamarca. Retrieved 11/03, 2014, from <http://www.druid.dk/conferences/summer1998/conf-papers/thomsen.pdf>
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- Vafeas, N., & Theodoru, E. (1998). The association between board structure and firm performance in the UK. *British Accounting Review*, 30, 383-407.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Williamson, O. (1964). *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in the theory of the firm*. Prentice Hall, Englewood cliffs, N.J.
- Williamson, O. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. The Free Press, New York.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press, New York.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Xie, B., Wallance, D.I., & DaDalt, P.J. (2003). Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.
- Xueming, L. & Bhattacharya C.B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 7(4), 1-18.

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Estatutos y Junta General</i>	Limitaciones estatutarias	<p>1. Que los Estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado.</p>
	Cotización de sociedades integradas en grupos	<p>2. Que cuando coticen la sociedad matriz y una sociedad dependiente ambas definan públicamente con precisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Las respectivas áreas de actividad y eventuales relaciones de negocio entre ellas, así como las de la sociedad dependiente cotizada con las demás empresas del grupo; b. Los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de interés que puedan presentarse.
	Competencias de la Junta	<p>3. Que, aunque no lo exijan de forma expresa las Leyes mercantiles, se sometan a la aprobación de la Junta General de Accionistas las operaciones que entrañen una modificación estructural de la sociedad y, en particular, las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. La transformación de sociedades cotizadas en compañías holding, mediante “filialización” o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, incluso aunque ésta mantenga el pleno dominio de aquéllas; b. La adquisición o enajenación de activos operativos esenciales, cuando entrañe una modificación efectiva del objeto social; c. Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.
	Información previa sobre propuestas de acuerdo	<p>4. Que las propuestas detalladas de los acuerdos a adoptar en la Junta General, incluida la información a que se refiere la recomendación 27, se hagan públicas en el momento de la publicación del anuncio de la convocatoria de la Junta.</p>
	Votación separada de asuntos	<p>5. Que en la Junta General se voten separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, a fin de que los accionistas puedan ejercer de forma separada sus preferencias de voto. Y que dicha regla se aplique, en particular:</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Estatutos y Junta General</i>	Votación separada de asuntos	(a) Al nombramiento o ratificación de consejeros, que deberán votarse de forma individual; (b) En el caso de modificaciones de Estatutos, a cada artículo o grupo de artículos que sean sustancialmente independientes.
	Fraccionamiento del voto	6. Que las sociedades permitan fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas, pero actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos.
<i>Consejo de Administración</i>	Interés Social	7. Que el Consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa. Y que vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (<i>stakeholders</i>) la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente.
	Competencias del Consejo	8. Que el Consejo asuma, como núcleo de su misión, aprobar la estrategia de la compañía y la organización precisa para su puesta en práctica, así como supervisar y controlar que la Dirección cumple los objetivos marcados y respeta el objeto e interés social de la compañía. Y que, a tal fin, el Consejo en pleno se reserve la competencia de aprobar: a. Las políticas y estrategias generales de la sociedad, y en particular: i. El Plan estratégico o de negocio, así como los objetivos de gestión y presupuesto anuales; ii. La política de inversiones y financiación; iii. La definición de la estructura del grupo de sociedades; iv. La política de gobierno corporativo;

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<p><i>Consejo de Administración</i></p>	<p>Competencias del Consejo</p>	<ul style="list-style-type: none"> v. La política de responsabilidad social corporativa; vi. La política de retribuciones y evaluación del desempeño de los altos directivos; vii. La política de control y gestión de riesgos, así como el seguimiento periódico de los sistemas internos de información y control. viii. La política de dividendos, así como la de autocartera y, en especial, sus límites. <p>b. Las siguientes decisiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. A propuesta del primer ejecutivo de la compañía, el nombramiento y eventual cese de los altos directivos, así como sus cláusulas de indemnización. ii. La retribución de los consejeros, así como, en el caso de los ejecutivos, la retribución adicional por sus funciones ejecutivas y demás condiciones que deban respetar sus contratos. iii. La información financiera que, por su condición de cotizada, la sociedad deba hacer pública periódicamente. iv. Las inversiones u operaciones de todo tipo que, por su elevada cuantía o especiales características, tengan carácter estratégico, salvo que su aprobación corresponda a la Junta General; v. La creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia del grupo. <p>c. Las operaciones que la sociedad realice con consejeros, con accionistas significativos o representados en el Consejo, o con personas a ellos vinculados (“operaciones vinculadas”).</p> <p>Esa autorización del Consejo no se entenderá, sin embargo, precisa en aquellas operaciones vinculadas que cumplan simultáneamente las tres condiciones siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. Que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a muchos clientes;

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Consejo de Administración</i>	Competencias del Consejo	<p>2. Que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio del que se trate;</p> <p>3. Que su cuantía no supere el 1% de los ingresos anuales de la sociedad.</p> <p>Se recomienda que el Consejo apruebe las operaciones vinculadas previo informe favorable del Comité de Auditoría o, en su caso, de aquel otro al que se hubiera encomendado esa función; y que los consejeros a los que afecten, además de no ejercer ni delegar su derecho de voto, se ausenten de la sala de reuniones mientras el Consejo delibera y vota sobre ella.</p> <p>Se recomienda que las competencias que aquí se atribuyen al Consejo lo sean con carácter indelegable, salvo las mencionadas en las letras b) y c), que podrán ser adoptadas por razones de urgencia por la Comisión Delegada, con posterior ratificación por el Consejo en pleno.</p>
	Tamaño del Consejo	<p>9. Que el Consejo tenga la dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz y participativo, lo que hace aconsejable que su tamaño no sea inferior a cinco ni superior a quince miembros.</p>
	Estructura funcional	<p>10. Que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del Consejo y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario, teniendo en cuenta la complejidad del grupo societario y el porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la sociedad.</p>
	Proporción entre consejeros dominicales e independientes	<p>11. Que dentro de los consejeros externos, la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes refleje la proporción existente entre el capital de la sociedad representado por los consejeros dominicales y el resto del capital.</p> <p>Este criterio de proporcionalidad estricta podrá atenuarse, de forma que el peso de los dominicales sea mayor que el que correspondería al porcentaje total de capital que representen:</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Consejo de Administración</i>	Proporción entre consejeros dominicales e independientes	<p>1. En sociedades de elevada capitalización en las que sean escasas o nulas las participaciones accionariales que tengan legalmente la consideración de significativas, pero existan accionistas, con paquetes accionariales de elevado valor absoluto.</p> <p>2. Cuando se trate de sociedades en las que exista una pluralidad de accionistas representados en el Consejo, y no tengan vínculos entre sí</p>
	Nº suficiente de consejeros independientes	<p>12. Que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros.</p>
	Explicación del carácter de los consejeros	<p>13. Que el carácter de cada consejero se explique por el Consejo ante la Junta General de Accionistas que deba efectuar o ratificar su nombramiento, y se confirme o, en su caso, revise anualmente en el Informe Anual de Gobierno Corporativo, previa verificación por la Comisión de Nombramientos. Y que en dicho Informe también se expliquen las razones por las cuales se haya nombrado consejeros dominicales a instancia de accionistas cuya participación accionarial sea inferior al 5% del capital; y se expongan las razones por las que no se hubieran atendido, en su caso, peticiones formales de presencia en el Consejo procedentes de accionistas cuya participación accionarial sea igual o superior a la de otros a cuya instancia se hubieran designado consejeros dominicales.</p>
	Diversidad de género	<p>14. Que cuando sea escaso o nulo el número de consejeras, la Comisión de Nombramientos vele para que al proveerse nuevas vacantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Los procedimientos de selección no adolezcan de sesgos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras; b. La compañía busque deliberadamente, e incluya entre los potenciales candidatos, mujeres que reúnan el perfil profesional buscado.

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Consejo de Administración</i>	Presidente	<p>15. Que el Presidente, como responsable del eficaz funcionamiento del Consejo, se asegure de que los consejeros reciban con carácter previo información suficiente; estimule el debate y la participación activa de los consejeros durante las sesiones del Consejo, salvaguardando su libre toma de posición y expresión de opinión; y organice y coordine con los presidentes de las Comisiones relevantes la evaluación periódica del Consejo, así como, en su caso, la del Consejero Delegado o primer ejecutivo.</p> <p>16. Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente.</p>
	Secretario	<p>17. Que el Secretario del Consejo, vele de forma especial para que las actuaciones del Consejo:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Se ajusten a la letra y al espíritu de las Leyes y sus reglamentos, incluidos los aprobados por los organismos reguladores; b. Sean conformes con los Estatutos de la sociedad y con los Reglamentos de la Junta, del Consejo y demás que tenga la compañía; c. Tengan presentes las recomendaciones sobre buen gobierno contenidas en este Código Unificado que la compañía hubiera aceptado. <p>Y que, para salvaguardar la independencia, imparcialidad y profesionalidad del Secretario, su nombramiento y cese sean informados por la Comisión de Nombramientos y aprobados por el pleno del Consejo; y que dicho procedimiento de nombramiento y cese conste en el Reglamento del Consejo.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Consejo de Administración</i>	Desarrollo de las sesiones	<p>18. Que el Consejo se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar con eficacia sus funciones, siguiendo el programa de fechas y asuntos que establezca al inicio del ejercicio, pudiendo cada Consejero proponer otros puntos del orden del día inicialmente no previstos.</p> <p>19. Que las inasistencias de los consejeros se reduzcan a casos indispensables y se cuantifiquen en el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Y que si la representación fuera imprescindible, se confiera con instrucciones.</p> <p>20. Que cuando los consejeros o el Secretario manifiesten preocupaciones sobre alguna propuesta o, en el caso de los consejeros, sobre la marcha de la compañía y tales preocupaciones no queden resueltas en el Consejo, a petición de quien las hubiera manifestado se deje constancia de ellas en el acta.</p>
	Evaluación periódica	<p>21. Que el Consejo en pleno evalúe una vez al año:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. La calidad y eficiencia del funcionamiento del Consejo; b. Partiendo del informe que le eleve la Comisión de Nombramientos, el desempeño de sus funciones por el Presidente del Consejo y por el primer ejecutivo de la compañía; c. El funcionamiento de sus Comisiones, partiendo del informe que éstas le eleven.
	Información a los consejeros	<p>22. Que todos los consejeros puedan hacer efectivo el derecho a recabar la información adicional que juzguen precisa sobre asuntos de la competencia del Consejo. Y que, salvo que los Estatutos o el Reglamento del Consejo establezcan otra cosa, dirijan su requerimiento al Presidente o al Secretario del Consejo.</p> <p>23. Que todos los consejeros tengan derecho a obtener de la sociedad el asesoramiento preciso para el cumplimiento de sus funciones. Y que la sociedad arbitre los cauces adecuados para el ejercicio de este derecho, que en circunstancias especiales podrá incluir el asesoramiento externo con cargo a la empresa.</p> <p>24. Que las sociedades establezcan un programa de orientación que proporcione a los nuevos consejeros un conocimiento rápido y suficiente de la empresa, así como de sus reglas de gobierno corporativo.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>Consejo de Administración</i>	Dedicación	<p>25. Que las sociedades exijan que los consejeros dediquen a su función el tiempo y esfuerzo necesarios para desempeñarla con eficacia y, en consecuencia:</p> <p>a. Que los consejeros informen a la Comisión de Nombramientos de sus restantes obligaciones profesionales, por si pudieran interferir con la dedicación exigida;</p> <p>b. Que las sociedades establezcan reglas sobre el número de consejos de los que puedan formar parte sus consejeros.</p>
<i>De los Consejeros</i>	Selección, nombramiento y reelección	<p>26. Que la propuesta de nombramiento o reelección de consejeros que se eleven por el Consejo a la Junta General de Accionistas, así como su nombramiento provisional por cooptación, se aprueben por el Consejo:</p> <p>a. A propuesta de la Comisión de Nombramientos, en el caso de consejeros independientes.</p> <p>b. Previo informe de la Comisión de Nombramientos, en el caso de los restantes consejeros.</p>
	Información pública sobre consejeros	<p>27. Que las sociedades hagan pública a través de su página web, y mantengan actualizada, la siguiente información :</p> <p>a. Perfil profesional y biográfico;</p> <p>b. Otros Consejos de Administración a los que pertenezca, se trate o no de sociedades cotizadas;</p> <p>c. Indicación de la categoría de consejero a la que pertenezca según corresponda, señalándose, en el caso de consejeros dominicales, el accionista al que representen o con quien tengan vínculos.</p> <p>d. Fecha de su primer nombramiento como consejero en la sociedad, así como de los posteriores, y</p> <p>e. Acciones de la compañía, y opciones sobre ellas, de las que sea titular</p>
	Cese y dimisión	<p>28. Que los consejeros dominicales presenten su dimisión cuando el accionista a quien representen venda íntegramente su participación accionarial. Y que también lo hagan, en el número que corresponda, cuando dicho accionista rebaje su participación accionarial hasta un nivel que exija la reducción del número de sus consejeros dominicales.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<p><i>De los Consejeros</i></p>	<p>Cese y dimisión</p>	<p>29. Que el Consejo de Administración no proponga el cese de ningún consejero independiente antes del cumplimiento del período estatutario para el que hubiera sido nombrado, salvo cuando concurra justa causa, apreciada por el Consejo previo informe de la Comisión de Nombramientos. En particular, se entenderá que existe justa causa cuando el consejero hubiera incumplido los deberes inherentes a su cargo o incurrido en algunas de las circunstancias que le hagan perder su condición de independiente, de acuerdo con lo establecido en la Orden ECC/461/2013. También podrá proponerse el cese de consejeros independientes de resultados de Ofertas Públicas de Adquisición, fusiones u otras operaciones societarias similares que supongan un cambio en la estructura de capital de la sociedad cuando tales cambios en la estructura del Consejo vengán propiciados por el criterio de proporcionalidad señalado en la Recomendación 11.</p> <p>30. Que las sociedades establezcan reglas que obliguen a los consejeros a informar y, en su caso, dimitir en aquellos supuestos que puedan perjudicar al crédito y reputación de la sociedad y, en particular, les obliguen a informar al Consejo de las causas penales en las que aparezcan como imputados, así como de sus posteriores vicisitudes procesales. Que si un consejero resultara procesado o se dictara contra él auto de apertura de juicio oral por alguno de los delitos señalados en el artículo 213 de la Ley de Sociedades de Capital, el Consejo examine el caso tan pronto como sea posible y, a la vista de sus circunstancias concretas, decida si procede o no que el consejero continúe en su cargo. Y que de todo ello el Consejo dé cuenta, de forma razonada, en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.</p> <p>31. Que todos los consejeros expresen claramente su oposición cuando consideren que alguna propuesta de decisión sometida al Consejo puede ser contraria al interés social. Y que otro tanto hagan, de forma especial los independientes y demás consejeros a quienes no afecte el potencial conflicto de interés, cuando se trate de decisiones que puedan perjudicar a los accionistas no representados en el Consejo.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>De los Consejeros</i>	Cese y dimisión	<p>Y que cuando el Consejo adopte decisiones significativas o reiteradas sobre las que el consejero hubiera formulado serias reservas, éste saque las conclusiones que procedan y, si optara por dimitir, explique las razones en la carta a que se refiere la recomendación siguiente. Esta Recomendación alcanza también al Secretario del Consejo, aunque no tenga la condición de consejero.</p> <p>32. Que cuando, ya sea por dimisión o por otro motivo, un consejero cese en su cargo antes del término de su mandato, explique las razones en una carta que remitirá a todos los miembros del Consejo. Y que, sin perjuicio de que dicho cese se comunique como hecho relevante, del motivo del cese se dé cuenta en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.</p>
	Retribuciones Criterios orientadores	<p>33. Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad o de sociedades del grupo, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión. Esta recomendación no alcanzará a la entrega de acciones, cuando se condicione a que los consejeros las mantengan hasta su cese como consejero.</p> <p>34. Que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia.</p> <p>35. Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.</p> <p>36. Que en caso de retribuciones variables, las políticas retributivas incorporen límites y las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales retribuciones guardan relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios y no derivan simplemente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>De las comisiones</i>	Comisión Delegada	<p>37. Que cuando exista Comisión Delegada o Ejecutiva (en adelante, “Comisión Delegada”), la estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros sea similar a la del propio Consejo y su secretario sea el del Consejo.</p> <p>38. Que el Consejo tenga siempre conocimiento de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas por la Comisión Delegada y que todos los miembros del Consejo reciban copia de las actas de las sesiones de la Comisión Delegada.</p>
	Comisiones de supervisión y control	<p>39. 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.</p> <p>Que las reglas de composición y funcionamiento del Comité de Auditoría y de la Comisión o comisiones de Nombramientos y Retribuciones figuren en el Reglamento del Consejo, e incluyan las siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Que el Consejo designe los miembros de estas Comisiones, teniendo presentes los conocimientos, aptitudes y experiencia de los consejeros y los cometidos de cada Comisión; delibere sobre sus propuestas e informes; y ante él hayan de dar cuenta, en el primer pleno del Consejo posterior a sus reuniones, de su actividad y responder del trabajo realizado; b. Que dichas Comisiones estén compuestas exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres. Lo anterior se entiende sin perjuicio de la asistencia de consejeros ejecutivos o altos directivos, cuando así lo acuerden de forma expresa los miembros de la Comisión. c. Que sus Presidentes sean consejeros independientes. d. Que puedan recabar asesoramiento externo, cuando lo consideren necesario para el desempeño de sus funciones. e. Que de sus reuniones se levante acta, de la que se remitirá copia a todos los miembros del Consejo.

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>De las comisiones</i>	Comisiones de supervisión y control	<p>40. Que la supervisión del cumplimiento de los códigos internos de conducta y de las reglas de gobierno corporativo se atribuya a la Comisión de Auditoría, a la de Nombramientos, o, si existieran de forma separada, a las de Cumplimiento o Gobierno Corporativo.</p>
	Comité de Auditoría	<p>41. Que los miembros del Comité de Auditoría, y de forma especial su presidente, se designen teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos.</p> <p>42. Que las sociedades cotizadas dispongan de una función de auditoría interna que, bajo la supervisión del Comité de Auditoría, vele por el buen funcionamiento de los sistemas de información y control interno.</p> <p>43. Que el responsable de la función de auditoría interna presente al Comité de Auditoría su plan anual de trabajo; le informe directamente de las incidencias que se presenten en su desarrollo; y le someta al final de cada ejercicio un informe de actividades.</p> <p>44. Que la política de control y gestión de riesgos identifique al menos:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Los distintos tipos de riesgo (operativos, tecnológicos, financieros, legales, reputacionales...) a los que se enfrenta la sociedad, incluyendo entre los financieros o económicos, los pasivos contingentes y otros riesgos fuera de balance; b. La fijación del nivel de riesgo que la sociedad considere aceptable; c. Las medidas previstas para mitigar el impacto de los riesgos identificados, en caso de que llegaran a materializarse; d. Los sistemas de información y control interno que se utilizarán para controlar y gestionar los citados riesgos, incluidos los pasivos contingentes o riesgos fuera de balance. <p>45. Que corresponda al Comité de Auditoría:</p> <p>1º En relación con los sistemas de información y control interno:</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

APARTADO	RECOMENDACIONES	
<p><i>De las comisiones</i></p>	<p>Comité de Auditoría</p>	<p>Que los principales riesgos identificados como consecuencia de la supervisión de la eficacia del control interno de la sociedad y la auditoría interna, en su caso, se gestionen y den a conocer adecuadamente.</p> <p>a. Velar por la independencia y eficacia de la función de auditoría interna; proponer la selección, nombramiento, reelección y cese del responsable del servicio de auditoría interna; proponer el presupuesto de ese servicio; recibir información periódica sobre sus actividades; y verificar que la alta dirección tiene en cuenta las conclusiones y recomendaciones de sus informes</p> <p>b. Establecer y supervisar un mecanismo que permita a los empleados comunicar, de forma confidencial y, si se considera apropiado, anónima las irregularidades de potencial trascendencia, especialmente financieras y contables, que adviertan en el seno de la empresa.</p> <p>2º En relación con el auditor externo:</p> <p>a. Recibir regularmente del auditor externo información sobre el plan de auditoría y los resultados de su ejecución, y verificar que la alta dirección tiene en cuenta sus recomendaciones.</p> <p>b. Asegurar la independencia del auditor externo y, a tal efecto:</p> <p>i. Que la sociedad comunique como hecho relevante a la CNMV el cambio de auditor y lo acompañe de una declaración sobre la eventual existencia de desacuerdos con el auditor saliente y, si hubieran existido, de su contenido.</p> <p>ii. Que se asegure que la sociedad y el auditor respetan las normas vigentes sobre prestación de servicios distintos a los de auditoría, los límites a la concentración del negocio del auditor y, en general, las demás normas establecidas para asegurar la independencia de los auditores;</p> <p>iii. Que en caso de renuncia del auditor externo examine las circunstancias que la hubieran motivado.</p> <p>46. Que el Comité de Auditoría pueda convocar a cualquier empleado o directivo de la sociedad, e incluso disponer que comparezcan sin presencia de ningún otro directivo.</p>

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

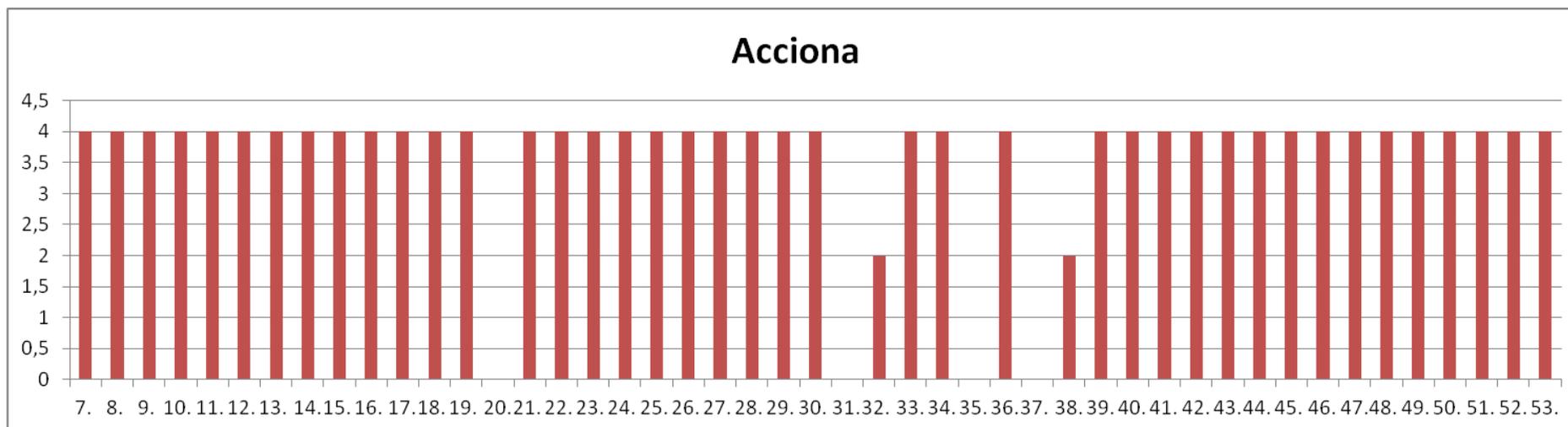
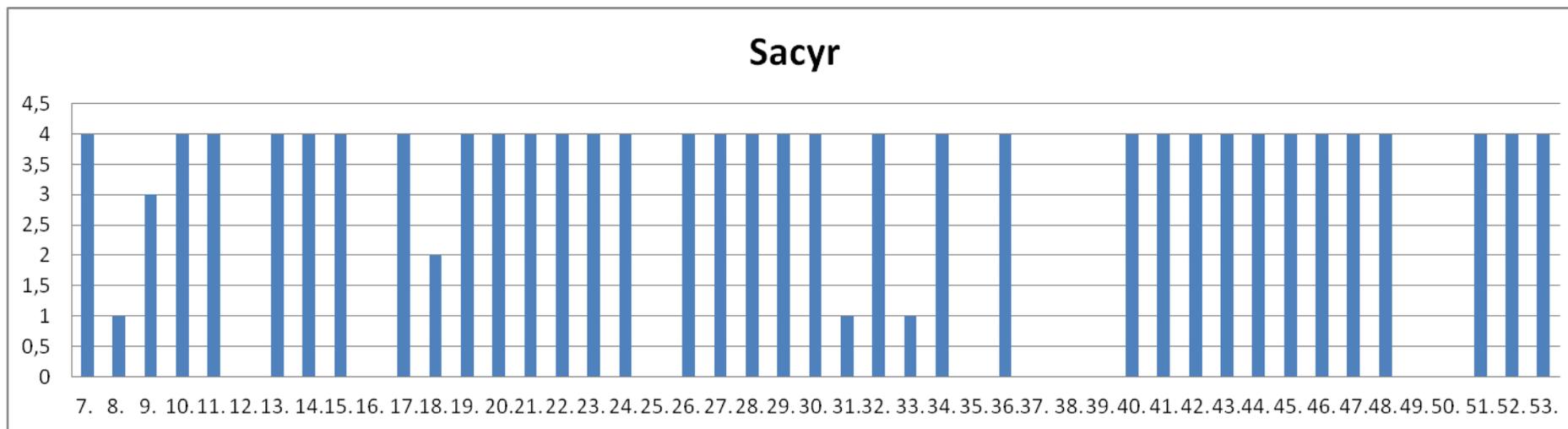
APARTADO	RECOMENDACIONES	
<p align="center"><i>De las comisiones</i></p>	<p align="center">Comité de Auditoria</p>	<p>47. Que el Comité de Auditoría informe al Consejo, con carácter previo a la adopción por éste de las correspondientes decisiones, sobre los siguientes asuntos señalados en la Recomendación 8:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. La información financiera que, por su condición de cotizada, la sociedad deba hacer pública periódicamente. El Comité debiera asegurarse de que las cuentas intermedias se formulan con los mismos criterios contables que las anuales y, a tal fin, considerar la procedencia de una revisión limitada del auditor externo. b. La creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia del grupo. c. Las operaciones vinculadas, salvo que esa función de informe previo haya sido atribuida a otra Comisión de las de supervisión y control. <p>48. Que el Consejo de Administración procure presentar las cuentas a la Junta General sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría y que, en los supuestos excepcionales en que existan, tanto el Presidente del Comité de Auditoría como los auditores expliquen con claridad a los accionistas el contenido y alcance de dichas reservas o salvedades.</p>
	<p align="center">Comisión de Nombramientos</p>	<p>49. Que la mayoría de los miembros de la Comisión de Nombramientos –o de Nombramientos y Retribuciones, si fueran una sola– sean consejeros independientes.</p> <p>50. Que correspondan a la Comisión de Nombramientos, además de las funciones indicadas en las Recomendaciones precedentes, las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el Consejo, definir, en consecuencia, las funciones y aptitudes necesarias en los candidatos que deban cubrir cada vacante, y evaluar el tiempo y dedicación precisos para que puedan desempeñar bien su cometido.

Anexo 1. Recomendaciones establecidas en el Código Conthe tras su actualización en junio 2013 (continuación)

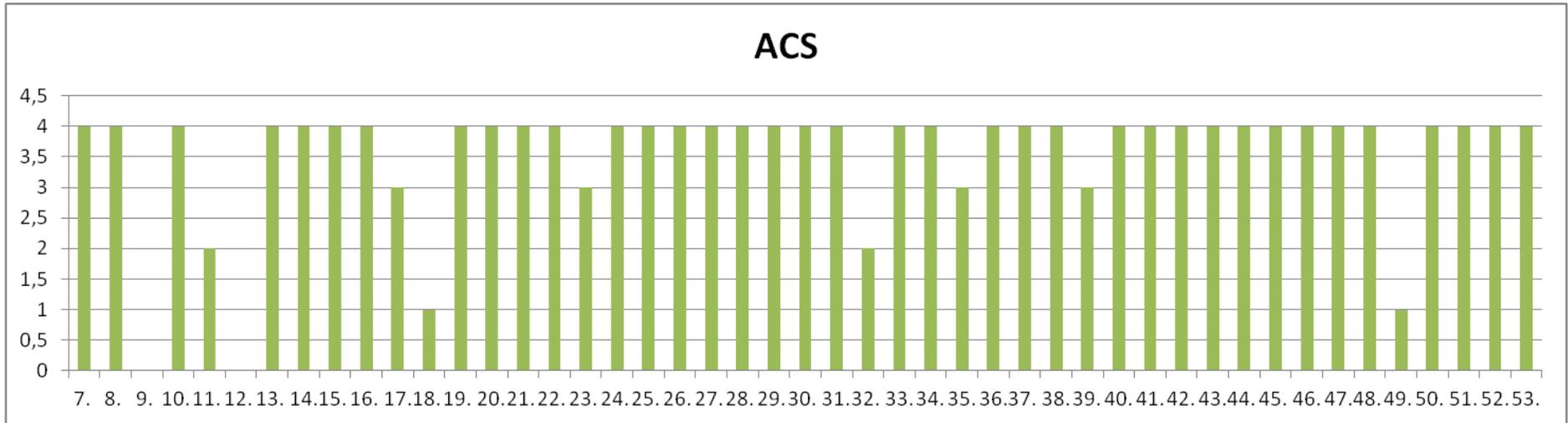
APARTADO	RECOMENDACIONES	
<i>De las comisiones</i>	Comisión de Nombramientos	<p>b. Examinar u organizar, de la forma que se entienda adecuada, la sucesión del Presidente y del primer ejecutivo y, en su caso, hacer propuestas al Consejo, para que dicha sucesión se produzca de forma ordenada y bien planificada.</p> <p>c. Informar los nombramientos y ceses de altos directivos que el primer ejecutivo proponga al Consejo.</p> <p>d. Informar al Consejo sobre las cuestiones de diversidad de género señaladas en la Recomendación 13 de este Código.</p> <p>51. Que la Comisión de Nombramientos consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos.</p> <p>Y que cualquier consejero pueda solicitar de la Comisión de Nombramientos que tome en consideración, por si los considerara idóneos, potenciales candidatos para cubrir vacantes de consejero.</p>
	Comisión de Retribuciones	<p>52. Que corresponda a la Comisión de Retribuciones, además de las funciones indicadas en las Recomendaciones precedentes, las siguientes:</p> <p>a. Proponer al Consejo de Administración:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. La política de retribución de los consejeros y altos directivos; ii. La retribución individual de los consejeros ejecutivos y las demás condiciones de sus contratos. iii. Las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos. <p>b. Velar por la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad.</p> <p>53. Que la Comisión de Retribuciones consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos.</p>

FUENTE: Elaboración propia a partir Código Conthe 2013

Anexo 2. Número de veces (año) en los que se cumple cada recomendación: Sacyr, Acciona y ACS



Anexo 2. Número de veces (año) en los que se cumple cada recomendación: Sacyr, Acciona y ACS (continuación)



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información de los IGC SACYR, ACCIONA, ACS (2009-2012)

