

# EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Álvaro CUERVO GARCÍA

Catedrático de Economía de la Empresa

Universidad Complutense de Madrid (\*)

SUMARIO: I. El Gobierno de la empresa y el mercado de control de empresas.–1. El gobierno de la empresa.–2. Los mecanismos de control de la empresa.–II. El Consejo de Administración y los supuestos consejeros independientes.–1. Del Consejo de Administración de las empresas.–2. De los consejeros independientes.–III. Blindaje de los directivos y defensa contra los cambios de propiedad de las empresas. Bibliografía.

## I. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA Y EL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS

EN España no existe un mercado de control de empresas, lo que afecta al funcionamiento eficiente de la empresa y con ello de la economía. Las causas que dificultan el funcionamiento de dicho mercado son varias: «blindaje» de las grandes empresas, la obligatoriedad de las OPAs, la escasa aceptación política y social de las ofertas de compra, consecuencia de la presión ejercida por los máximos ejecutivos de la empresa, la concentración de la estructura de la propiedad y, en algunos casos, la aplicación de la Ley 5/95 de Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas.

### 1. El gobierno de la empresa

El problema del gobierno de la empresa surge de la separación entre propiedad y dirección, que plantea un problema de control por la divergencia de intereses y

---

AFDUAM 3 (199), pp. 95-108

(\*) Este trabajo reproduce tres artículos publicados por el autor en el diario *Expansión*. El firmante agradece la amabilidad con que los responsables de ese periódico han facilitado a los encargados del Anuario de la UAM la inclusión de tales estudios en el número 3 de su revista.

la asimetría de información entre accionistas y directivos. Por ello, el estudio del gobierno de la empresa incluye el análisis de la estructura y funciones de su consejo de administración, la elección y control del máximo ejecutivo y el papel de los accionistas, en suma, el sistema que asegura que las empresas se dirigen en interés de sus inversores.

El gobierno de la empresa es un problema de incentivos para crear valor en la empresa, de control de la dirección y de distribución de riesgo para que éste recaiga sobre los menos adversos a él. La creación de valor debe ser objetivo de la dirección, pero para ello, hay que ser competitivos en los mercados y asumir una responsabilidad ante las demandas y expectativas de los diferentes grupos sociales que configuran la empresa, con el fin de integrarlos en un proyecto empresarial capaz de generar beneficios a largo plazo.

El gobierno de la empresa debe desarrollar un sistema de control para alcanzar los objetivos de los accionistas y minimizar el riesgo de las conductas oportunistas (apropiación de rentas) de los «agentes» de la empresa –dirección, grupos relevantes con poder–, que utilizan información y recursos para maximizar su función de utilidad y no la de los accionistas.

## 2. Los mecanismos de control de la empresa

Según su localización en la empresa, los mecanismos de control en manos de los accionistas se clasifican en *internos*: sistemas de compensación de los directivos, sistemas de control mutuo y jerarquías decisorias y consejo de administración y *externos*: mercado de capitales, de control societario, de deuda, de directivos y de productos y servicios.

2.1. *Los sistemas de compensación de directivos* pueden minimizar los costes de gobierno, asegurando que aquéllos trabajen para alcanzar los objetivos de los accionistas, la maximización del valor de la empresa, y no los propios. Los contratos sirven de mecanismo de alineación de intereses, al hacer depender la compensación de los directivos de los resultados deseados por los accionistas. La remuneración contingente induce esfuerzo en los agentes pero, en contrapartida, puede producir una distribución ineficiente del riesgo, al hacer que lo soporten los individuos aversos a él, y orienta la conducta de acuerdo con los criterios utilizados en la compensación, lo que puede crear distorsiones.

Los contratos a establecer con los ejecutivos son incompletos dado que no se pueden prever todas las circunstancias en las que tendrán que desempeñar su trabajo. No obstante, conviene matizar que, frente a la discrecionalidad y riesgo de oportunismo de los directivos, su conducta, en muchos casos diligente y leal, ante los administrados hacen menos necesarios los incentivos de los contratos.

En la práctica, se constata que la remuneración de los directivos no está relacionada con los intereses de los accionistas (Main, 1995), sino unida a influencias

sociales, reciprocidad con miembros del comité de remuneraciones, y a su valoración por el mercado. Aún en los sistemas que utilizan la compensación variable, como la oferta de opciones sobre acciones a un precio y fecha prefijado, acciones liberadas, etc., que implican unir la remuneración de los directivos con los accionistas, presentan serios problemas ante una caída generalizada y continuada de las cotizaciones en los mercados de capitales. En dichas situaciones se vuelve a pensar en compensaciones unidas al crecimiento de los beneficios a largo plazo.

En la contratación, los comités de remuneración y la presencia de consejeros independientes, tienen un efecto limitado sobre la remuneración. No obstante, existe una mayor relación entre pagos a la dirección y resultados de la empresa cuando en el consejo están separadas las figuras de Presidente y de máximo ejecutivo, predominan los consejeros representantes de accionistas activos y existe un comité de remuneración (Conyon, 1998).

2.2. *Los sistemas de control mutuo* sirven para reducir la asimetría de información entre directivos y accionistas. Los directivos son controlados por otros directivos en puestos similares con mejor información que la del principal a la hora de evaluar las acciones de aquél. Estos sistemas tienen limitaciones, ya que están sujetos a una posible colusión entre agentes en detrimento del principal. Este sistema es el propio de las filiales o de las empresas integradas en corporaciones y holdings que, en muchos casos, suplantán al consejo y tratan los temas directamente con los máximos ejecutivos.

Las jerarquías decisorias se establecen para, por una parte, permitir la especialización de funciones y, por otra, coordinarlas. La jerarquía permite la delegación de decisiones a los niveles donde se encuentran las personas con los conocimientos y poder para llevarlas a cabo. Además, la jerarquía sirve para limitar el poder de los agentes de modo que nadie tenga un poder absoluto sobre la toma de decisiones, sino que siempre existan controles sobre el comportamiento de los individuos en la empresa en forma de superiores jerárquicos. La excepción aparece en el caso de la alta dirección, quien, al estar en la cúspide de la jerarquía, no posee supervisores. El consejo de administración actúa como control a la toma de decisiones y comportamiento de la alta dirección.

2.3. *El consejo de administración* es el organismo de representación de los accionistas en la toma de decisiones de la empresa. Los accionistas suelen delegar en él la dirección y control de la empresa, reteniendo derechos sobre la ratificación en la selección de consejeros, sin efectos prácticos, y en grandes decisiones estratégicas como fusiones y emisión de acciones. A su vez, el consejo delega en los directivos la administración de la empresa. De ellos dependerá la selección y remuneración de los otros directivos y la dirección estratégica de la empresa.

El consejo controla a los directivos para evitar comportamientos oportunistas por parte de éstos y asegurar que los accionistas reciben la máxima rentabilidad de

su inversión. La teoría presupone que los consejeros no se alían con los directivos en contra de los accionistas, ya que su capital invertido y reputación se verían afectados, reduciendo su valor y las oportunidades de empleo en otros consejos. En la realidad, se constata que el control del consejo debe revisarse, pues finalmente, en muchos casos está «cautivo» de la dirección. Ello hace que se centren las reformas del gobierno de la empresa en el consejo, con el objetivo de revitalizar su papel. Las reformas del consejo centran las recomendaciones en promover un consejo activo, dedicado, informado e independiente.

2.4. *Los mercados de capitales* actúan como sistema de evaluación de las actuaciones de los directivos y del comportamiento de la empresa mediante el sistema de precios. Los precios de las acciones de la empresa indican la valoración que el mercado da a la compañía. Esta no suele coincidir con la valoración contable, ya que el mercado refleja el valor de la empresa como entidad en funcionamiento con perspectivas de futuro, mientras que el valor contable señala el valor de la empresa en un momento en el tiempo según sus resultados pasados. La caída o alza en el precio de las acciones tras el conocimiento por el mercado de decisiones tomadas por los directivos o de los resultados del período reflejan la valoración que el mercado hace de estas decisiones. Con mercados eficientes, cuando los directivos toman decisiones erróneas, o que el mercado interpreta como negativas, o buscan maximizar su función de utilidad a costa de los accionistas, el valor de las acciones descenderá. La existencia de precios de acciones infravaloradas, además de implicar un incremento en el coste de la financiación externa, pueden suponer la puesta en marcha de mecanismos correctores del proceso de toma de decisiones, como el mercado de control societario, estimulado por la reacción de los accionistas al vender las acciones en el mercado, lo cual implica una caída de su precio.

2.5. *El mercado de control societario* actúa cuando la empresa tiene potencialmente más valor si el equipo directivo actual es reemplazado por otro. Equipos directivos alternativos evalúan la posibilidad de dirigir la empresa en lugar del actual, teniendo en cuenta los costes que la toma de control en la empresa supone y la posibilidad de que los actuales dirigentes peleen por mantener el control de aquélla. Para controlar la empresa y poder sustituir al actual equipo directivo, el alternativo necesita poseer la mayoría del capital. Así, el mercado de control societario es un sistema de concentración rápida de la propiedad de la empresa.

La actuación del mercado de control societario, sin embargo, no es automática, ya que existen imperfecciones en este mercado. Además, el equipo directivo al frente de la empresa puede oponerse a una toma de control que lo reemplazaría. El sistema español prohíbe la adopción de medidas defensivas por los administrados una vez formulada la OPA. En la práctica, o bien se toman con anterioridad o se utiliza la Junta para hacer posible dichas medidas. La oposición de los directivos actuales puede deberse a que éstos reciben remuneraciones por encima del valor que aportan

a la empresa, las alternativas de empleo son reducidas, o han realizado inversiones en capital humano específico a la empresa, inversiones que perderían en caso de tener que abandonarla. La oposición que los directivos pueden ofrecer a la toma de control oscila entre la manifestación pública de su rechazo a la oferta de adquisición y la recomendación a los accionistas de no vender y el establecimiento de defensas anti-OPA, instrumentos que retrasan, encarecen o dificultan la operación de toma de control, de modo que el equipo alternativo tenga que retirar la oferta.

2.6. *La estructura de capital de la empresa* también sirve para controlar el comportamiento de los directivos. El uso de elevados niveles de deuda en la empresa permite la reducción de flujos de caja discretos y limita la capacidad de negociación de los directivos. El empleo de deuda como mecanismo de control puede ser costoso en situaciones en que la empresa se encuentra con la posibilidad de realizar inversiones productivas, pero no puede financiar por la existencia de elevados niveles de deuda, asimetrías de información y la imposibilidad de separar el proyecto del resto de la empresa. Mientras que los accionistas son «blandos» en el control de los directivos, ya que existen posibilidades de renegociación del contrato de gobierno, los prestamistas son «duros». La deuda, con sus exigencias de pagos periódicos, limita la discrecionalidad directiva y exige rentabilidades mínimas a las inversiones que financia, al tener costes explícitos. En caso de impago de las obligaciones, el contrato de deuda no se renegocia o, de hacerse, el control pasa a manos de los prestamistas, quienes imponen condiciones a los directivos que incluyan su cese, o la liquidación de la entidad.

La mayoría de las empresas tiene un nivel de apalancamiento financiero inferior al nivel óptimo. Ello implica una mayor protección de los directivos. Estos soportan un mayor riesgo que los accionistas, por la limitación de su diversificación (riqueza) y el prestigio personal que está unido a la marcha de las empresas; por ello, limitan el riesgo financiero de la empresa. En algunos casos, por el contrario, lo amplificarán para mantener el control si poseen participaciones en la empresa. Igualmente, cuando la remuneración está basada en opciones sobre acciones se constata una mayor utilización de la deuda. Finalmente, ante el riesgo del cambio de propiedad se produce un aumento del apalancamiento con el deseo de aumentar el valor de la empresa.

Por lo general, se acepta la proposición de que los directivos no utilizan un volumen óptimo de recursos ajenos debido a la aversión al riesgo y la pérdida de libertad sobre los *cash-flows*. Es posible que un contrato de blindaje con los directivos atenúe su riesgo o que los haga partícipes en el aumento de valor de la empresa y por ello corrija esta política.

2.7. *El mercado de directivos* funciona como un sistema de evaluación parejo al mercado de capitales y al mercado de control societario. Los directivos y los consejeros son evaluados según su actuación y decisiones tomadas en la em-

presa. Las posibilidades de contratación externa aumentan o disminuyen con la calidad de las decisiones tomadas. Esto, en teoría, induce a consejeros y directivos a tomar decisiones que permitan a los accionistas obtener sus objetivos. La existencia de oportunidades de empleo externas sirve para disciplinar a los directivos y a los consejeros que los controlan. En cambio, la inexistencia de oportunidades puede inducir a los directivos a atrincherarse y resistir potenciales cambios de control. No se constata un funcionamiento del mercado de directivos con capacidad para condicionar su comportamiento.

2.8. *El mercado de productos y servicios* es el último control del comportamiento directivo de la empresa. Si la toma de decisiones es errónea y la empresa no es capaz de ofertar productos en las condiciones demandadas por el mercado ello podría motivar su desaparición. Este mecanismo de control en última instancia suele necesitar de amplios períodos de tiempo para actuar y penalizar no sólo a los altos directivos sino a todos los partícipes en la empresa.

El funcionamiento de los mercados de productos, capitales y de control empresarial condicionan las formas del gobierno de la empresa. Una conclusión parece deducirse del análisis de los sistemas de control; es imprescindible más mercado, más información y menos moralinas y regulaciones, que terminan perjudicando a quien dicen beneficiar o se cumplen formalmente pero buscando con ello objetivos contrarios al espíritu que las motivó.

Se ha publicado recientemente el informe sobre el consejo de administración y el código de buen gobierno que se está aprovechando para llevar a cabo cambios en el gobierno de la empresa muy relevantes, como son los blindajes de los directivos y las limitaciones de los derechos de voto de los accionistas. Estos hechos, como comentaremos, son mucho más importantes para el gobierno de la empresa y para los accionistas, que las recomendaciones del propio código de buen gobierno y, al mismo tiempo, contradicen la filosofía del informe.

## II. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y LOS SUPUESTOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

En España se ha elaborado un informe sobre el Consejo de Administración, un código de buen gobierno y un reglamento tipo del Consejo de Administración. Entre las propuestas más comentadas se encuentran la creación de la figura del consejero independiente. La pregunta relevante es ¿cómo conseguir un funcionamiento eficiente del Consejo? ¿qué papel se les asigna a los consejeros independientes?

Con estas reflexiones queremos llamar la atención sobre la aplicación del informe sobre el Consejo de administración y el código de buen gobierno que ha generado una revolución semántica, una moda, desarrollando la creencia de que con

base en reglas y recomendaciones sobre la estructura del Consejo y su funcionamiento, con la propuesta de consejeros independientes se mejora los resultados de la empresa y la capacidad de control del Consejo.

## 1. Del Consejo de Administración de las empresas

Las funciones del Consejo de Administración son básicamente cinco: *a)* controlar y evaluar a los directivos; lo que incluye su nombramiento, sustitución y remuneración, así como incentivar que éstos actúen conforme al interés de los accionistas; *b)* asesorar a la dirección en la formulación y elección de las estrategias de la empresa y hacer una correcta evaluación de su posición competitiva y de sus activos intangibles; *c)* aportar recursos a la empresa a través de los conocimientos e información de los consejeros, recursos básicos, en muchos casos para el desarrollo de aquélla; *d)* crear legitimidad social para el desarrollo de las actividades de la empresa, al facilitar su integración e interrelación con la sociedad y sus instituciones; *e)* organizar el funcionamiento del Consejo y de las comisiones, y auto-evaluar sus funciones.

No existe un modelo universal de funcionamiento del Consejo, sino que depende de la estructura de propiedad, de las circunstancias históricas de la empresa (fundadores, ciclo de vida, etc.) del sector, y de los niveles de competencia en los mercados. El objetivo del Consejo es maximizar el valor de la empresa, lo cual requiere que la empresa sea competitiva en los mercados, integrar las demandas y expectativas de los agentes que configuran la empresa (stakeholders) y adaptar la empresa a las exigencias y demandas de la sociedad (marco legal, leyes y reglamentos que reflejan los valores de la misma).

Los procedimientos que se barajan para desarrollar la capacidad del Consejo para controlar la dirección y crear valor se centran en:

a) Separar la presidencia de la sociedad de la ejecución, es decir, el presidente del consejo (Chairman) del máximo ejecutivo (CEO o PDG en el mundo anglosajón y francés).

b) Ampliar la composición del Consejo; así se habla de consejeros independientes, consejeros dominicales (representantes de accionistas significativos) y consejeros internos (ejecutivos de la empresa). En el mundo anglosajón sólo se diferencia entre consejeros internos (ejecutivos de la empresa) y externos (independientes y dominicales).

c) Establecer las reglas de funcionamiento del Consejo, incluida la creación de comisiones especiales (auditoría, remuneraciones y nombramientos, entre otras).

## 2. De los consejeros independientes

En la propuesta española de reforma del gobierno de la empresa se crea la figura formal de los consejeros independientes que están llamados a representar los intereses del accionariado diluido.

La calificación de los consejeros como independientes obedece a que se presupone que son independientes de la dirección y de su entorno familiar y social, independientes de los accionistas relevantes e independientes respecto de clientes y proveedores de la empresa. Es decir, libres de toda relación con la empresa que pueda interferir en su juicio independiente, para formar opiniones libres. ¿Existen estas personas? Se piensa en profesionales de prestigio, máximos ejecutivos de otras empresas, profesores, ex políticos. Sin embargo la duda persiste. ¿Quién los propone? Si lo hace la Comisión de nombramientos del Consejo habría que preguntarse cómo se constituye esa comisión. Si la propuesta proviene de la presidencia de la empresa y/o de accionistas significativos, dicha propuesta implica una relación que pudiera limitar la independencia.

Es difícil que existan consejeros independientes. No obstante, si se considera positiva su existencia, para favorecer su independencia parece necesario: *a)* limitar su actuación a un único período de 4-6 años no renovables, con un contrato que explicita sus funciones y que impida que pueda prestar posteriormente servicios a la empresa; *b)* desarrollar con carácter previo un análisis del perfil y características de los nuevos consejeros de la empresa, de sus previsibles funciones y condiciones para desarrollar su función; *c)* contar con un sistema de comités en el Consejo como: el comité de auditoría y control, que se encarga de la vigilancia sobre el cumplimiento de normas, de la contratación de los auditores y ante quién responden; o el comité de nombramientos y retribuciones, que se encarga de la propuesta de selección, remuneración del máximo directivo y de los consejeros, entre otros. Se constata que la efectividad del Consejo se vincula a la estructura de funcionamiento de sus comités (Klein, 1995).

El empleo de consejeros independientes se apoya en dos tipos de razones: primero, permite obtener legitimación y relaciones de la empresa ante el entorno; segundo, proporciona recursos intangibles, como información y experiencia, lo que les convierte en un activo estratégico de la empresa.

Pues bien, los contrastes empíricos hechos en Europa y más recientemente en EEUU, confirman que, para los directivos de la empresa y para el presidente ejecutivo, los consejeros independientes son: un recurso o activo de la empresa y un instrumento para mantener su poder, dado que se detecta la captura de los consejeros no ejecutivos por los ejecutivos. Es decir, los contrastes empíricos no confirman el papel de los consejeros no ejecutivos o externos como agentes de los inversores para controlar y disciplinar la dirección; ni menos como agentes activos que actúen para reemplazar la mala dirección. Los consejeros



externos aparecen para proteger más que para disciplinar (Johnson, 1996; Byrd, 1992).

Una segunda línea de contrastes se centra en el estudio de una supuesta relación entre consejeros externos y resultados. Los estudios empíricos, en su mayoría, no encuentran dicha relación (véanse los trabajos de Johnson *et al.* 1996 y Dalton, 1998). Los comentarios con base en un trabajo de Weisbach (1988), que hablan de dicha relación deben revisarse. Un trabajo reciente, centrado en las empresas de EEUU, tampoco encuentran relaciones entre consejeros externos y rentabilidades (Russel Reynolds, 1998). En el caso español, la relación de externos y resultado (no se distingue la figura independiente) no es una relación concluyente (Fernández, 1998). En general, se encuentra poca consistencia entre composición del consejo y «performance», entre la supuesta relación entre consejeros externos y rentabilidad de la empresa y, en algunos casos, se obtienen asociaciones positivas con los consejeros internos (conviene recordar que la figura del consejero independiente y la más general de externo, en la práctica, es poco precisa).

Otra línea de investigación, estudia el papel de los consejeros independientes ante la suspensión de pagos y quiebras, sin que se constate un papel de anticipación y de superación más eficiente de la crisis; igualmente ante ofertas públicas de compra y blindajes, no detectan diferencias de comportamiento que pudieran explicar su oposición a las restricciones al mercado de control.

Finalmente, se constata que son los Consejos con consejeros con mayor peso de la propiedad los que presentan menores remuneraciones del Consejo y directivos y mayor oposición a las cláusulas «antitakeover». La presencia de consejeros independientes tiene un efecto limitado sobre la remuneración de la dirección y, quizás, en sentido contrario a lo esperado (Conyon, 1998), dada la limitada capacidad de control de dichos consejeros.

Más que la composición del Consejo, que distingue entre consejeros externos e internos, conviene estudiar la concentración de la propiedad y su capacidad de control del gobierno de la empresa, el correcto funcionamiento de los mercados de control y los niveles de competencia en los mercados de factores y productos.

En realidad, el papel dinamizador de los consejeros externos se sustenta sobre planteamientos del tipo «nobleza obliga» o sobre el temor a las consecuencias del fracaso en la imagen de los consejeros. Se ha valorado en exceso la capacidad de los consejeros externos y, en concreto, de los consejeros independientes, y su previsible influencia en los cambios de comportamiento del Consejo.

Para aumentar la capacidad de control y presión sobre la eficacia del consejo no basta la creación de supuestos consejeros independientes que cumplen otras funciones, como hemos comentado, sino la separación entre la presidencia de la sociedad y la dirección ejecutiva (lo que podríamos llamar presidente de la empresa). Por cierto, ante una gestión ineficiente o ante la necesidad de fijar criterios de compensación conforme a resultados y evitar restricciones al mercado de con-

trol, la separación es la que favorece la toma de decisiones eficientes (Mayer, 1996). Este asunto no se ha querido plantear con la fuerza que debiera en el informe español sobre el buen gobierno.

No existe, pues, evidencia documentada sobre la existencia de consejeros independientes con capacidad de control de la dirección que eviten las restricciones al mercado de control, incentiven la mejora de resultados y tengan capacidad para sustituir a la mala dirección. En resumen, no hemos encontrado el «unicornio» (Johnson, 1996, 433). Hay dos explicaciones racionales que justifican nuestro fracaso para descubrir esa especie legendaria: primero, el animal simplemente no existe; segundo, no hemos buscado en la dirección correcta, en el momento adecuado y con los instrumentos precisos.

En España, como siempre, nos hemos quedado en los cambios semánticos, hemos olvidado la propia realidad de nuestras empresas y su comportamiento. No considero que las reglas y recomendaciones comentadas, de la estructura del Consejo y su funcionamiento, impliquen mejoras en los resultados de la empresa. Sin duda, es un camino que exige además de lo hecho, más información sobre la empresa y más mercado de control. En el momento actual, son más preocupantes los efectos de los blindajes que la aplicación formal del Código del Buen Gobierno, que toda empresa dice que ha implantado o implantará en un futuro inmediato.

### **III. BLINDAJE DE LOS DIRECTIVOS Y DEFENSA CONTRA LOS CAMBIOS DE PROPIEDAD EN LAS EMPRESAS**

En estos últimos meses, hemos asistido a la aprobación de medidas de blindaje de los directivos de las empresas y de los accionistas de referencia (núcleo duro), de restricciones al mercado de control de empresas que se presentan como necesarias para desarrollar una gestión estable en beneficio de los accionistas. En realidad, se trata de la defensa interesada de unos pocos que se vende como defensa del interés general. Así, se habla de blindajes ante ofertas hostiles y agresiones externas. ¿Contra quién? Desde luego no lo son contra los accionistas ni contra la empresa, aunque así se quieran presentar. Por ello, la pregunta es: ¿qué sentido tiene blindarse contra la propiedad, contra los accionistas actuales o futuros?

El análisis del blindaje de directivos y de las restricciones al mercado de control se debe realizar a partir de sus efectos sobre la creación de valor para los accionistas. No se debe olvidar que: *a)* la empresa es de los accionistas; *b)* los directivos deben ocuparse de maximizar el valor de la empresa, es decir, proponer y llevar a cabo las decisiones que redunden, a largo plazo, en el mejor interés de aquéllos.

El establecimiento de blindajes, el rechazo o las trabas a la compra de la empresa mediante una OPA exige que se demuestren las ventajas que dichas medidas aportarían a los accionistas. Estarían justificadas para ganar tiempo, para renegociar una

mejora sobre una oferta de compra. Ello demanda un análisis riguroso del efecto del blindaje sobre la eficiencia de la empresa y sobre la riqueza de los accionistas.

Los sistemas de protección y defensa ante los cambios de propiedad en la empresa son múltiples y van desde: 1) medidas financieras que incluyen reestructuraciones, alianzas defensivas y reorganización de los negocios; 2) greenmail, poison pills –de difícil aplicación en España–; 3) alianzas defensivas (*white knight*) y exigencias de mayorías cualificadas, limitaciones de voto a las acciones y requisitos especiales para participar en el consejo, entre otras. En España, los blindajes se suelen centrar en tres tipos de medidas:

- *Limitar el derecho de voto* (10 % es la moda actual) independiente del porcentaje de capital que se posea. La actual Ley de S.A., en su artículo 105 recoge la posibilidad de limitar el número máximo de votos que puede ejercer un accionista. Lo que era una defensa de los minoritarios, se puede convertir en abuso.
- *Exigir mayorías cualificadas* (80 % o más) para determinados acuerdos del consejo, como fusión, escisión, o cambio en los estatutos del consejo.
- *Exigir condiciones para ser consejero*, como un número mínimo de años como accionista u otras características; así como haber sido consejero durante un número de años (3-4) para ser Presidente.

En consecuencia, se puede dar una situación curiosa en la que un accionista que posea el 75 % del capital no pueda ser consejero, ni influir en el gobierno de la empresa.

La limitación del derecho de voto, así como la exigencia de mayorías reforzadas para aprobar posibles cambios en la estructura de propiedad son formas sutiles de apropiación de rentas de los accionistas. Su cuantía se puede determinar analizando la sobrevaloración de las acciones con voto plural que existe en otros mercados o las primas de control.

La limitación de los derechos políticos afecta, en primer lugar, al precio, pues se pierde interés por ampliar la participación, al mismo tiempo que dificulta una oferta pública de adquisición. En segundo lugar, la limitación de los derechos de voto facilita la búsqueda de beneficios privados por parte de los accionistas estables, ya que es difícil que pierdan sus posiciones de dominio.

Por su parte, las cláusulas de protección de los miembros del consejo, incluidos los consejeros internos ejecutivos, evitan el control de los accionistas, es decir, alteran en profundidad las recomendaciones del buen gobierno. La empresa con accionariado diluido necesita la presión de los accionistas sobre la dirección; limitar ese potencial de control o hacerlo inviable afectaría a la eficiencia de la dirección, a la creación de riqueza.

Ante la crítica de tales medidas se nos recuerda que los blindajes, de los directivos y del grupo de control se aprueban en las Juntas Generales de Accionistas,

con amplias mayorías. Esto sin lugar a dudas es cierto, aunque no hay que olvidar el poder del voto delegado en los administradores, un entorno con altas tasa de rentabilidad y de crecimiento de los resultados que facilita la aceptación de este tipo de medidas, justificadas, por lo demás con una serie de argumentos cuestionables, no exentos de un cierto populismo. Así se habla de:

- «Garantizar la estabilidad de la gestión de la sociedad, preservarla de convulsiones accionariales». No existen tales riesgos y menos cuando lo que se quieren evitar son simples ofertas de compra. Los derechos de propiedad se ejercen justo para presionar a la dirección o proceder a su cambio en los casos de mala gestión.
- «Impedir políticas obstruccionistas», cuando es justo lo contrario lo que se hace, al evitar el funcionamiento del mercado de control. En estos momentos, el ejercicio de los derechos políticos se considera garantía de eficiencia; así, las grandes empresas suecas como Electrolux, SKF, Ericsson, revisan las acciones de voto plural para facilitar la presión de los accionistas sobre los directivos.
- «Proteger a los accionistas minoritarios de ataques hostiles», bajo el supuesto de que los accionistas minoritarios no son capaces de hacer una valoración correcta de su empresa. Se olvida que la OPA es de aceptación voluntaria y, de haber hostilidad lo es contra la dirección actual de la empresa. Hace tiempo se nos decía que no estábamos preparados para la libertad política, ahora no lo estamos para ejercer los derechos de propiedad.
- Evitar el control por el capital extranjero, llegando a considerar como tal el que no sea de nuestra comunidad autónoma. Se apoyan medidas que limitan el mercado de control, por la interrelación entre ejecutivos y grupos políticos, siempre justificadas por el recurso a la defensa del interés local y nacional.
- Evitar la tentación de compras no deseadas de grupos, en especial si son de otros países». Es decir, el recurso al enemigo exterior como justificación de las medidas de blindaje. En un mercado global, que empresas que actúan como tales utilicen este argumento en su mercado doméstico, es una contradicción.

En todo caso se nos dice que dichos blindajes se pueden alterar por mayoría de tres cuartas partes del Consejo y, en algunos casos, por casi unanimidad, lo que implica un cierto grado de ironía; igualmente, se recuerda la legalidad de las medidas, pero no las consecuencias económicas de las mismas.

El blindaje de los directivos se justifica para disminuir la aversión al riesgo de éstos, ante la posibilidad de perder el puesto en una compra o fusión. Así se evitaría su oposición. También pretende disminuir el riesgo ante decisiones que afecten

positivamente a la riqueza de los accionistas y cuyo fracaso pudiera afectar a su estabilidad.

La respuesta y valoración del mercado de los blindajes viene condicionada por el motivo por el que se establecieron (cláusulas de defensa ante una amenaza concreta o bien cláusulas generales y provisionales); por la valoración de la «fortaleza» del consejo; así las propuestas por consejos con gran participación de la propiedad tienen un efecto menor que con consejos débiles. La percepción del poder del consejo y la separación de presidencia (Presidente de la sociedad y máximo ejecutivo CEO) implica una reacción del mercado menos desfavorable a dichas restricciones (Sundaramurthy, 1997).

La evidencia empírica sugiere que los directivos y los grupos de control utilizan las medidas de blindaje para proteger sus beneficios privados, más que para servir a los intereses de los accionistas; las consecuencias afectan al precio de las acciones, como se refleja en las diferencias de precio de unas mismas acciones con iguales dividendos pero con diferentes derechos de voto, o en el sobreprecio a pagar por el derecho de voto, que desaparece cuando aparecen limitaciones al ejercicio de este derecho.

Los derechos de propiedad son elementos de disciplina y estímulo de los directivos. La protección de los derechos de los accionistas se debe centrar en ese simple principio: «una acción, un voto» como mejor garantía de eficiencia. Ello implica no limitar el ejercicio del derecho de voto, acceso a la información adecuada sobre la marcha de la empresa, facilitar la presentación de propuestas al consejo y la promoción de miembros del consejo activos para fortalecer el papel del mismo. Proteger los derechos de los accionistas beneficia a la empresa –al atraer inversores y disminuir su coste de capital–, estimula a la dirección al limitar su discrecionalidad y evita el riesgo del uso de fondos en operaciones no rentables o fuera del control de los accionistas minoritarios o la búsqueda de beneficios privados por los accionistas de referencia.

Las limitaciones o restricciones al ejercicio de los derechos de los accionistas, en España tiene efectos negativos dado que no existe la tradición del «proxy fight» del mundo americano, donde a menudo se incita a los accionistas a delegar el voto en determinadas personas o instituciones, con el compromiso de exigir cambios en la gestión de la empresa. La delegación general del voto en la banca y en el consejo (Presidente) anula, en la práctica, la capacidad de control del Consejo por los accionistas.

La protección más efectiva para los accionistas es facilitar el ejercicio de sus derechos: acceso a la información en calidad y cantidad suficiente para evaluar la marcha de la empresa; participación activa en las juntas, es decir, estimular el derecho de voto y, quizás, ampliar la cultura del «proxy fight», empezando por los inversores institucionales que, al tener una mayor inmovilidad en su inversión, dado que la venta de la misma afecta a los precios, exige una postura más activa

de control. No obstante, mientras sean parte del sistema bancario es difícil que actúen como líderes de un accionariado activo.

Parece urgente que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ha sido activa en la elaboración de un código de buen gobierno de la empresa con un informe sobre el Consejo de Administración, exprese su opinión sobre si los blindajes y las limitaciones de voto van en la línea del buen gobierno o más bien se ha aprovechado la opinión creada para hacer justo lo contrario de lo que se quería con el código de buen gobierno.

## BIBLIOGRAFÍA

- BYRD, W.; HICKMAN, K. (1992): «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics*. Vol. 32, pp. 195-223.
- CONYON, M.; PECK, S. (1998): «Board control, remuneration committees, and top management compensation», *Academy of Management Journal*. Vol. 41, n.º, pp. 146-153.
- DALTON, D.; DAILY, C.; ELLSTRUND, A.; JOHNSON, J. (1998): «Meta-analytic reviews of boards composition, leadership structure and financial performance», *Strategic Management Journal*. Vol. 19, pp. 269-290.
- FERNÁNDEZ, A. I., y alter (1998): «The effect of board size and composition and corporate performance». In M. Balling Edit, *Corporate governance Financial Markets and Global convergence*. Kluwer Academic, Dordrecht, Hol, pp. 1-14.
- JOHNSON, J.; DALY, C.; ELLSTRAND, A. (1996): «Board of directors: a review and research agenda», *Journal of Management*. Vol. 22, n.º 3, pp. 409-438.
- KLEIN, A. (1995): «A examination of board committee structures». New York University. Stern Department of Finance. *Working Paper*.
- MAIN, B.; O'REILLY, CH.; WADE, J. (1995): «The CEO. The board of director and executive compensation: Economic and psychological, perspectivas», *Industrial and Corporate Change*. Vol. 4, n.º 2, pp. 293-332.
- MAYER, C. (1996): «Corporate governance, competition and performance». School of Management Studies, University of Oxford, 11 december.
- RUSSELL REYNOLDS, A. (1997-1998): «Board practices survey. The structure and compensation of board of director». S&P 1500 companies. March 1998.
- SURDARAMURTHY, C.; MAHONEY, J. (1997): «Board structure, antitakeover provisions and stockholder wealth», *Strategic Mahagement Journal*. Vol. 28, n.º 3, pp. 231-245.
- WEISBACH, M. (1998): «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 431-460.