

Gobierno de la Empresa: incentivos y control de los administradores

1

RAFEL CRESPI
UNIVERSITAT DE LES ILLES BALEARS



Esquema de la presentación

2

- **Gobierno de la empresa**
 - Definiciones
 - Mecanismos de control
 - ✦ Mercado
 - ✦ Organizativos
- **Contratos de incentivos**
- **Órganos de control e independencia**
- **Conclusiones**

El gobierno de la empresa

Teoría de Agencia

3

“medios a través de los cuales quienes proporcionan recursos financieros a la empresa se aseguran una retribución adecuada a sus inversiones”

- Relación entre aportantes de fondos y quienes los gestionan
- Principal (accionistas) y agente (directivos)
- Modelo anglosajón: máxima separación de propiedad y gestión
- Modelo continental europeo: Principal (accionistas minoritarios) y agente (accionistas mayoritarios a través de directivos)

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

El gobierno de la empresa

4

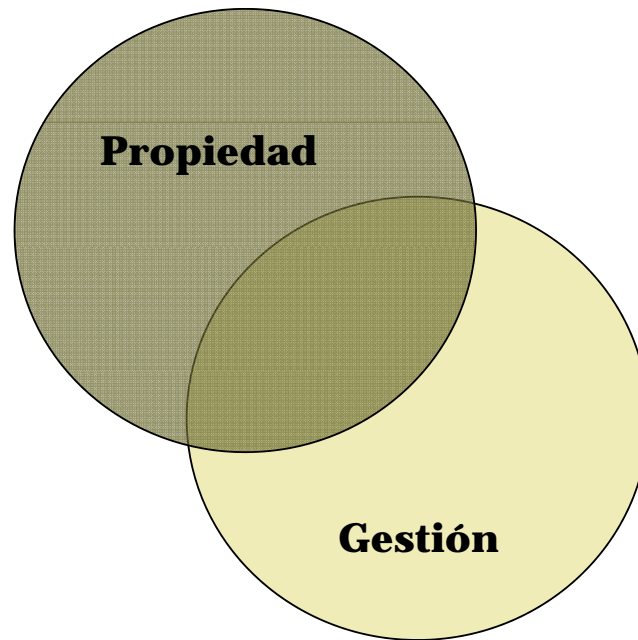
Definición tradicional

- Mecanismos para solucionar el conflicto de intereses entre accionistas y directivos de las grandes sociedades mercantiles, que no coinciden porque quienes poseen la empresa en propiedad no deciden sobre su funcionamiento

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Modelo tradicional

5



✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Ilustración conflicto de intereses

6

- **Preferencia de los accionistas: maximización de su rentabilidad**
- **Preferencia directivos: maximización de su riqueza y bienestar**
- **Evidencia: directivos de empresas mayores reciben mayor compensación que directivos de empresas pequeñas (ajustando por riesgo)**
- **¿Cómo aumentar su riqueza?**
 - Aumentar el tamaño de las empresas que dirigen
 - ¿Excede el tamaño que maximiza la riqueza de los accionistas?
- **Evidencia: diversificaciones no relacionadas (conglomerados)**

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Divergencia objetivos

7

- **Necesidad conocimientos especializados**
 - especialización de los directivos
 - división propiedad (capital)- dirección (capacidad de gestión)
 - margen de discrecionalidad gestores: muy amplio
- **Accionistas no disponen información y conocimientos**
 - elevada discrecionalidad agentes
 - necesidad disminuir divergencias: mecanismo que suponen costes para los accionistas (costes supervisión y control)

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Mecanismos de supervisión y control: mercados

8

- **Mercado de productos y servicios**
 - Monopolios
 - Empresas reguladas
- **Mercado de capitales**
 - Desarrollo y eficiencia de los mercados
 - Protección de los inversores
 - Mercado por el control de sociedades (OPA)
 - ✦ Medidas de protección
- **Mercado de directivos**
 - Eficiencia
 - Abierto / restringido

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Mecanismos de supervisión y control regulación, organización

9

- Auditoría
- Consejo de Administración
 - Tamaño
 - Comités de control
 - Presencia de ejecutivos / independientes
- Remuneración
 - Contratos de incentivos
- Sustitución / Reemplazo de directivos

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

El gobierno de la empresa con *stakeholders*

10

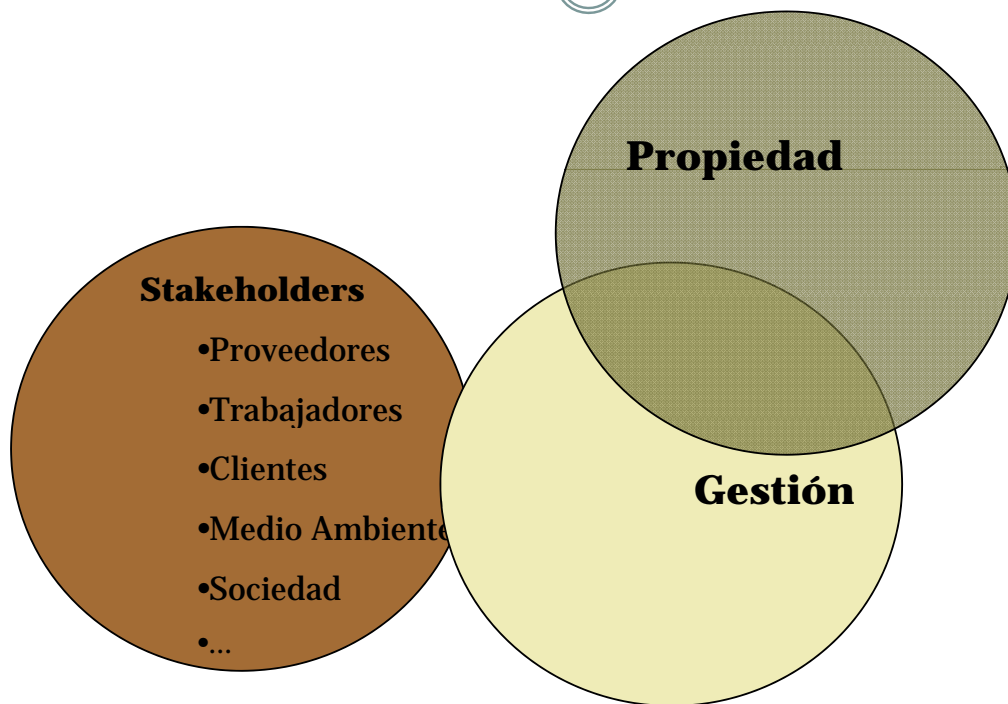
“diseño de las instituciones que inducen o fuerzan a los directivos a reconocer el bienestar de los interesados (stakeholders)”

- Perseguir intereses particulares no implica eficiencia colectiva
- Mecanismos colectivos para corregir “externalidades” (
- Mecanismos de *salida* de la relación y de *voz* entre los interesados

✓Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Modelo de gobierno con stakeholders

11



✓ Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Gobierno de la empresa e interesados

12

- **Interesados – “stakeholders”**
 - Grupos de interés en el funcionamiento de la empresa
 - ✦ Trabajadores (conciliación laboral-familiar)
 - ✦ Medioambiente (protección, no contaminación, externalidades)
 - ✦ Sociedad más próxima (arraigo entorno social)
 - ✦ Sociedad en su conjunto (Estado, Hacienda,...)
 - ✦ Proveedores (inversiones específicas,..)
 - ✦ Clientes (Inversiones específicas, monopolios)
 - ✦ Competidores (libre competencia, barreras, regulación)
 - ✦ Acreedores (comerciales, bancarios, financieros,..)
 - Algunos de estos intereses los puede incorporar la empresa mediante autoregulación (la RSC, Responsabilidad Social Corporativa)

✓ Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Esquema de la presentación

13

- **Gobierno de la empresa**
 - Definiciones
 - Mecanismos de control
 - ✦ Mercado
 - ✦ Organizativos
- **✓ Contratos de incentivos**
 - Teoría
 - Análisis empírico
 - Resultados
- **Órganos de control e independencia**
- **Conclusiones**

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Contratos de incentivos: la teoría (i)

14

- **Diseño de contrato óptimo: la sensibilidad de la retribución al desempeño reduce el problema de agencia (Holmstrom, 1979)**
- **Competencia por contratar gestores con talento: en un mercado competitivo la retribución está relacionada con la productividad marginal; la remuneración deber ser mayor en grandes empresas, las cuales seleccionan a los mejores gestores. (Cosh, 1975)**
- **Teoría de torneos: mayor retribución como incentivo a la promoción: mejores gestores en la cúspide de la jerarquía en una empresa y entre empresas. (Lazear and Rosen, 1981).**

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Contratos de incentivos: la teoría (ii)

15

- *The managerial power approach* o el poder de los gestores (Bebchuck and Fried, 2003)
- Predicción teórica: la sensibilidad de la remuneración al desempeño es menor para sociedades cuyos ejecutivos tienen gran poder gestionando la empresa
 - Cuando los consejos son débiles y poco efectivos
 - Cuando no hay accionistas de control externos
 - Cuando no hay inversores institucionales
 - Cuando la empresa tiene medidas anti-opa

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Evidencia empírica española

16

Sociedades del Mercado Continuo Composición de la muestra 2006

	Oil and energy	Base materials, industry and construction	Consumer goods	Consumer services	Financial services and real state	New technologies and communications	Total
Ibex 35	7	7	3	7	9	2	35
Large	2	7	7	5	13	1	35
Medium	0	10	11	2	8	2	33
Small	0	7	10	2	3	1	23
Total	9	31	31	16	33	6	126

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración fija y variable del CA

17

Porcentaje de remuneración fija del CA en relación a la remuneración total

	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Ibex35	45,9%	41,6%	35,0%
Elevada	35,5%	31,4%	25,7%
Intermedia	36,7%	40,7%	49,7%
Reducida	59,5%	51,6%	44,2%
Total	44,0%	39,9%	34,0%

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración del CA y beneficio de la sociedad

18

Mediana del porcentaje de remuneración del CA sobre nivel de beneficios

	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Ibex35	1,17	0,998	0,828
Elevada	2,3635	2,3475	2,159
Intermedia	3,875	3,805	3,44
Reducida	6,017	8,06	8,52
Total	1,747	2,12	1,727

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Consejeros ejecutivos y el CA

19

Composición del Consejo de Administración

	Board Size	% of Directors			
		Executive	Non Executive	Independent	Other
Ibex 35	14,69	19,17	37,44	40	3,38
Large	11,6	19,15	49,89	26,89	4,07
Medium	8,77	21,49	46,94	28,52	2,93
Small	8,15	23,19	38,6	35,01	3,2
Total	10,91	20,73	42,88	32,98	3,38

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración consejeros ejecutivos

20

Diferencias de remuneración consejeros ejecutivos en miles de € Sociedades del Mercado Continuo (2004, 2005, 2006)

	Yes	# Firms	No	# Firms
Chairman CEO	982,77	197	607,53	144
Majority of independents on the board	892,44	304	264,56	37
Majority of independents on the remuneration committee	1013,9	235	403,99	106
The President of the remuneration comitee is an independent	1099,4	151	605,68	190
Golden parachutes	1083,3	186	513,51	155
Non-executive board seats on other compa	956,69	257	419,3	84

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración y tamaño de la sociedad

21

Remuneración media (mediana) individual en miles de €
Sociedades del Mercado Continuo 2006

	Directors	Executive Directors	Non Executive Directors	Top Executives non Directors
Ibex 35	423,07	1.605,90	143,57	556,08
	334,93	1.193,17	117,65	411,57
Large	234,28	902,01	90,45	289,09
	193,79	722,00	66,80	226,63
Medium	120,08	343,28	52,20	186,65
	99,42	297,67	39,71	143,00
Small	74,99	227,75	30,79	116,79
	58,38	166,50	30,00	103,71
Total	219,65	824,31	81,16	318,07
	144,89	501,00	56,27	222,75

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración y rentabilidad

22

Remuneración media (mediana) individual en miles de €
Sociedades del Mercado Continuo 2006

	Directors	Executive Directors	Non Executive Directors	Top Executives non Directors
First quartile ROE	97,78	336,41	38,67	182,46
	88,67	251,33	34,41	129,89
Second quartile ROE	203,89	704,13	81,11	287,09
	128,43	442,00	57,00	213,95
Third quartile ROE	235,42	1.038,77	83,21	351,87
	158,91	687,00	62,17	247,54
Fourth quartile ROE	335,08	1.168,95	119,54	412,77
	286,42	902,54	105,67	305,50
Total	219,65	824,31	81,16	318,07
	144,89	501,00	56,27	222,75

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración consejeros ejecutivos en relación a la remuneración de la alta dirección

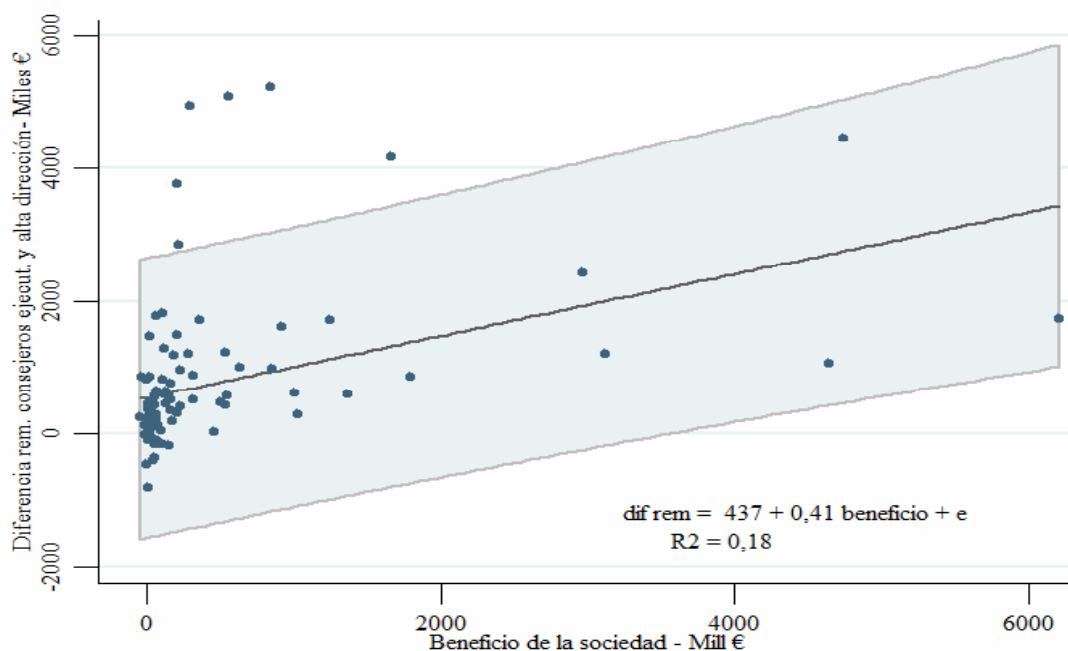
23

Number of obs			286		
F(1, 284)			296,8		
Prob > F			0		
R-squared			0,511		
Adj R-squared			0,5093		
Rem Ejecutivos	Coef.	Std. Err.	t	t stat	P>t
Rem Alta Dirección	2,175	0,126241	17,23		0
_cons	203,29	60,53134	3,36		0,001

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Remuneración de ejecutivos consejeros, no consejeros y beneficio de la sociedad

24



Ajuste

Intervalo confianza

La remuneración como incentivo

25

- La remuneración de los ejecutivos (consejeros y no consejeros) viene explicada en gran medida por el tamaño de la empresa
- La mitad de la varianza de la remuneración de los consejeros ejecutivos se explica por el mercado (remuneración de alta dirección)
- Menos de 1/5 del diferencial de remuneración entre consejeros ejecutivos y ejecutivos no consejeros se explica por los beneficios de la sociedad.
- Más de 4/5 de las diferencias remuneración de los consejeros respecto a los ejecutivos no consejeros permanece sin explicar
 - Máximo ejecutivo – Presidente del CA
 - Existe Comisión de Nombramiento y Remuneraciones
 - Blindajes contractuales
 - *Interlocking* y consejeros en múltiples consejos

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Valoración de la política de remuneración de consejeros

26

<i>Variables</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Informan de remuneración total por sociedad o por grupo en el IAGC	53,78	52,38
La retribución variable del CA es superior al 25%	23,53	23,81
Informan de la remuneración individualizada por consejero		28,57
Se informa detalladamente de los planes de opciones a empleados: a quién va dirigido, número concedido, precio ejercicio, vencimiento, forma en que se cubre la operación, cargo a resultados		41,27
Desglosan en el IAGC la remuneración de consejeros por tipología	94,12	96,03
Si existen, se remunera a los consejeros independientes en la sociedad	98,32	97,62
La política de remuneración de los directivos y consejeros es un punto de del Día de la JGA	3,36	9,52
No existen cláusulas de garantía o blindaje sin la autorización de la JGA	46,22	46,83

Definición Gobierno de la Empresa – ✓ Contratos Incentivos – Órganos de Control e Independencia

Esquema de la presentación

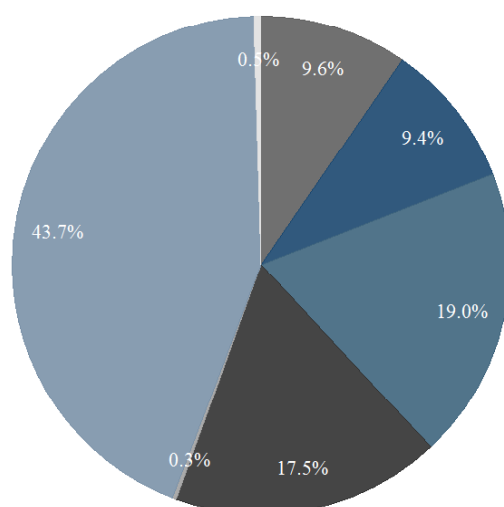
27

- **Gobierno de la empresa**
 - Definiciones
 - Mecanismos de control
 - ✦ Mercado
 - ✦ Organizativos
- **Contratos de incentivos**
- **✓ Órganos de control e independencia**
 - Estructura de propiedad y estructura del CA
 - Órganos de control delegados
 - Independencia de los independientes
- **Conclusiones**

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Estructura de propiedad

28



Entidades bancarias	Inversores financieros no bancarios
Empresas no financieras	Individuos y familias
Estado	Free float
Autocartera	

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

¿Reproduce el CA la estructura de propiedad?

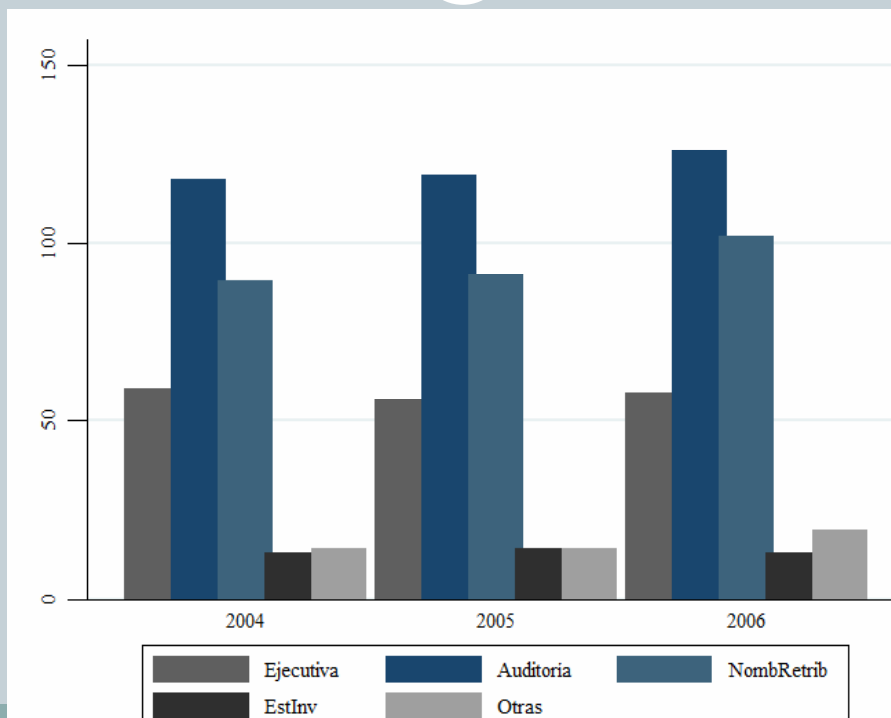
29

- **Porcentaje de consejeros independientes en relación al porcentaje de capital flotante**
 - 1,48 en media, y su mediana es 0,70, indicativo de que en más de la mitad de las empresas de la muestra el capital flotante está infra-representado por los consejeros independientes en el Consejo de Administración, mientras que hay unas pocas empresas con elevada sobre-representación
- **Porcentaje de consejeros dominicales sobre el porcentaje de capital de los accionistas significativos**
 - valor medio de 1,08 y una mediana de 0,74. Aunque en media, el porcentaje de consejeros dominicales coincide con el porcentaje de participación en el capital social de los grandes accionistas, éstos están infra-representados en el consejo de más de la mitad de las sociedades.

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Comisiones delegadas del CA

30



Comisión de Nombramientos y Retribuciones en los nombramientos de consejeros

31

<i>Capitalización</i>	<i>% Medio de consejeros</i>			<i>% Empresas</i>
	<i>Todos</i>	<i>Independientes</i>	<i>Ejecutivos</i>	<i>Independientes</i>
Ibex35	68,4	71,8	71,4	88,6
Elevada	42,6	36,9	36,0	40,0
Intermedia	44,7	34,8	34,1	39,4
Reducida	18,9	19,6	19,6	26,1
Total	46,0	42,9	42,3	50,8

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Independientes en las Comisiones de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones

32

	<i>Auditoría</i>			<i>Nombramientos y Retribuciones</i>		
	<i>% Independ.</i>	<i>% No Ejecutivos</i>	<i>Presid. Independ.</i>	<i>% Independ.</i>	<i>% No Ejecutivos</i>	<i>Presid. Independ.</i>
Ibex35	57,9	97,5	82,9	59,8	94,5	67,6
Elevada	40,6	92,4	51,4	43,3	90,5	53,3
Intermedia	42,6	91,9	66,7	45,8	92,4	50,0
Reducida	55,1	84,5	73,9	49,2	86,9	50,0
Total	48,6	92,3	68,3	50,3	91,7	56,9

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Concentración de poder en el Presidente del Consejo

33

	<i>Presidente</i>		<i>contrapoder</i>	
	<i>1er ejecutivo</i>	<i>contrapoder declarado</i>	<i>Fuerte</i>	<i>Débil</i>
Ibex35	69	71	21	75
Elevada	66	61	4	96
Intermedia	48	56	22	78
Reducida	52	67	20	80
Total	60	64	16	83

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

La independencia de los consejeros independientes

34

- 1) Que hayan sido propuestos para su nombramiento o renovación por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.
- 2) Que no lleven más de 12 años en el cargo.
- 3) Que no realicen operaciones relevantes con la sociedad o con entidades de su grupo (operaciones vinculadas).
- 4) Que no ostenten cargos en las sociedades que son accionistas significativos de la sociedad en la que son consejeros catalogados como independientes.
- 5) Que no mantengan otras relaciones relevantes con los accionistas significativos.
- 6) Que no ostenten cargos de administrador o directivo en otras sociedades que formen parte del grupo de la sociedad analizada.
- 7) Que se trate de personas físicas.

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

La independencia de los consejeros independientes

35

Independientes Corregido. Criterios

Capitalización	# Consejeros	# Independientes	[1...7].	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]
Ibex35	14,46	5,60	2,37	4,00	4,74	5,00	5,54	5,43	4,63	5,60
Elevada	11,54	2,97	0,83	1,34	2,40	2,83	2,94	2,97	2,54	2,71
Intermedia	8,61	2,55	0,82	1,24	2,18	2,27	2,55	2,55	2,21	2,48
Reducida	7,87	2,83	0,52	0,65	2,57	2,78	2,78	2,83	2,30	2,74
Total	10,91	3,56	1,17	1,93	3,02	3,28	3,53	3,52	2,99	3,46

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Nuevos consejeros 2006

36

- 8) No estar catalogado como consejero de otro tipo en la misma sociedad en 2005.

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Independencia de los nuevos consejeros

37

	# Nuevos	# Independientes Corregido. Criterios								
		[1...8].	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
Ibex35	23	9	21	23	19	23	23	15	23	19
Elevada	28	5	9	26	26	28	28	22	24	22
Intermedia	19	7	7	19	19	19	19	17	19	19
Reducida	17	4	6	16	17	16	17	17	16	14
Total	87	25	43	84	81	86	87	71	82	74

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Control e independencia

38

- **Límites a la discrecionalidad directiva**
 - Presidente máximo ejecutivo: contrapoder
 - Comisiones delegadas “de control”
- **Consejeros independientes**
 - ¿independientes?
 - Participación (presidencia) comisiones
- **Intereses del capital flotante**

Definición Gobierno de la Empresa – Contratos Incentivos – ✓Órganos de Control e Independencia

Conclusiones (i)

39

- **Mecanismos de control: atenúan el problema de agencia en las sociedades cotizadas**
 - ¿Sólo aplicable a las sociedades cotizadas?
 - ¿Aprendemos para sociedades no cotizadas con varios accionistas y gestores profesionales?
 - ¿Afectan sólo a la relación entre accionistas y ejecutivos?

Conclusiones (ii)

40

- **Contratos de incentivos**
 - ¿son realmente efectivos?
 - ¿Quién fija las condiciones y cláusulas de estos contratos?
 - Contratos blindados
 - ¿Quiénes aprueban las políticas de remuneración?
 - ✦ Proponen (CNR)
 - ✦ Aprueban (JGA)
 - ✦ Son informados (JGA)
 - Transparencia. Información individualizada

Conclusiones (iii)

41

- **Consejeros independientes**
 - ¿Independencia efectiva?
 - Relaciones con otras empresas
 - ✦ Interlocking
 - ✦ Vínculos con accionistas de control y administradores
 - ¿Aportan control y supervisión?
 - ¿Representan al capital flotante?
 - ¿Tienen sentido en las empresas no cotizadas?
 - ✦ Ejemplo empresas familiares