



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

El gobierno corporativo en las empresas del índice bursátil IBEX 35

Presentado por:

Jonathan Díez Ceballos

Tutelado por:

Dr. José Miguel Rodríguez Fernández

Valladolid, septiembre de 2021

RESUMEN

Este trabajo tiene un doble objetivo. Por un lado, presentar algunas ideas generales sobre el gobierno corporativo y un conjunto de datos específicamente referidos al consejo de administración en las empresas del índice bursátil IBEX 35. Por otra parte, construir un índice compuesto o sintético para evaluar y puntuar la calidad de la estructura, el funcionamiento y otras características del consejo de administración en dichas empresas. Para ello, la metodología aplicada comienza analizando la literatura especializada disponible y los informes publicados acerca del gobierno corporativo y las remuneraciones en las mencionadas compañías. Después, se realiza un estudio empírico mediante el análisis procrusteano generalizado con el procedimiento de Gower, a partir 33 indicadores básicos referentes al consejo de administración en esas empresas durante los años 2015 a 2019, ambos inclusive. Esto permite llegar a presentar el correspondiente índice sintético y clasificar en forma de *ranking*, de mayor a menor, a las compañías. En los resultados empíricos obtenidos, se detecta que el *ranking* está encabezado por INDITEX, mientras ENDESA se sitúa al final.

Palabras clave: IBEX 35, consejo de administración, análisis procrusteano, índice compuesto

Clasificación JEL: G34, C38

ABSTRACT

The aim of this paper is twofold. On the one hand, to present some general ideas on corporate governance and a set of data specifically referring to the board of directors in companies of IBEX 35 stock index. On the other hand, to construct a composite or synthetic index to evaluate and score the quality of the structure, functioning and other characteristics of these board of directors. To this end, the methodology applied begins by analyzing the available specialized literature and the reports published on corporate governance and remuneration in the aforementioned companies. Then, an empirical study is carried out by means of generalized procrustean analysis using Gower's procedure, based on 33 key indicators relating to the board of directors in these companies for the years 2015 to 2019, inclusive. This makes it possible to present the corresponding synthetic index and to classify the companies in the ranking form, from highest to lowest. The empirical results obtained show that the ranking is headed by INDITEX, while ENDESA is at the bottom.

Keywords: IBEX 35, board of directors, procrustean analysis, composite index.

JEL classification: G34, C38

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	5
CAP. 1. GOBIERNO CORPORATIVO: GENERALIDADES.....	7
1.1. Concepto e importancia	7
1.2. Principales mecanismos y órganos	11
1.2.1. Mecanismos internos	11
1.2.2. Mecanismos externos	13
1.2.2.1. Instituciones públicas.....	14
1.2.2.2. Mercados financieros.....	14
1.2.2.3. Mercado de directivos y competencia en los mercados reales..	14
CAP. 2. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: CARACTERÍSTICAS, ESTRUCTURA, FUNCIONAMIENTO Y REMUNERACIÓN	15
2.1. Noción.....	15
2.2. Tareas	16
2.3 Estructura	18
2.3.1. Tamaño y diversidad.....	18
2.3.2. Presidente.....	22
2.3.3. Comisiones	22
2.3.3.1. Comisión ejecutiva.....	23
2.3.3.2. Comisión de nombramientos	24
2.3.3.3. Comisión de retribuciones	24
2.4. Funcionamiento	24
2.4.1. Sesiones del consejo	24
2.4.2. Autoevaluación	25
2.4.3. Edad	26
2.4.4. Sucesión	26
2.5. Remuneración de los consejeros	26
2.5.1. Tipos de remuneración	27
2.5.1.1. Sueldos.....	28

2.5.1.2. Remuneración fija.....	28
2.5.1.3. Dietas	29
2.5.1.4. Remuneraciones por pertenencia a comisiones del consejo.....	30
2.5.1.5. Indemnizaciones.....	30
2.5.1.6. Remuneración variable.....	30
CAP 3. ANÁLISIS EMPÍRICO: CONSTRUCCIÓN DE UN ÍNDICE SINTÉTICO	32
3.1. Fuente de datos, muestra y variables de análisis	32
3.2. Metodología estadística	32
3.3. Resultados del estadístico multivariante procrusteano	34
CONCLUSIONES	36
REFERENCIAS BIBLOGRÁFICAS	38
ANEXOS	41
Anexo 1. Muestra de empresas analizadas	41
Anexo 2. Variables utilizadas en el análisis.....	42
Anexo 3. Correlaciones entre las variables de la configuración del consenso inicial y los cinco primeros factores	43
Anexo 4. Varianza por configuración y por factor (%).....	44
Anexo 5. Coordenadas de las empresas después del análisis procrusteano y <i>ranking</i>	45

INTRODUCCIÓN

Este trabajo se enmarca dentro del campo del gobierno corporativo, con especial atención a uno de sus órganos fundamentales: el consejo de administración. Y lo hace aplicándolo específicamente al caso de las compañías que forman parte de índice bursátil español IBEX 35.

Durante las últimas décadas, el debate sobre los distintos modelos de empresas ha tenido como uno de sus puntos fundamentales el análisis del gobierno corporativo, como pilar fundamental en el ejercicio del poder dentro de las compañías. Por una parte, se ha defendido un modelo de empresa con los accionistas como núcleo del gobierno corporativo, de modo que se fija como último propósito de las compañías crear valor prioritariamente para esos propietarios. De otro lado, avanza la apuesta a favor de un modelo *stakeholder* de empresa, donde se espera que su gobierno corporativo sea más inclusivo, dando voz y participación en las decisiones a las principales partes interesadas, no sólo a los accionistas; y donde se propone como finalidad de las compañías crear valor sostenible y a largo plazo para los *stakeholders* empresariales fundamentales.

En ambos modelos, el consejo de administración es un órgano clave a la hora de formular las estrategias de negocio, tomar las decisiones más relevantes y controlar sus resultados. Aunque, en la práctica, todavía hoy sea sobre todo un consejo de administración dentro de un gobierno corporativo sobre todo al servicio de los accionistas.

Dentro de este contexto, nuestro trabajo tiene un doble objetivo:

- Presentar algunas ideas generales sobre el gobierno corporativo y un conjunto de datos específicamente referidos al consejo de administración en las empresas del índice bursátil IBEX 35.
- Construir un índice compuesto o sintético para evaluar y puntuar la calidad de la estructura, el funcionamiento y otras características del consejo de administración en dichas empresas.

Para alcanzar estos dos objetivos, la metodología aplicada ha sido sucesivamente algo diferente. Por una parte, se ha efectuado una revisión de la literatura especializada disponible y los informes publicados acerca del gobierno

corporativo y las remuneraciones en las mencionadas compañías. Por otro lado, se ha realizado un estudio empírico mediante el análisis procrusteano generalizado con el procedimiento de Gower, a partir 33 indicadores básicos referentes al consejo de administración en las empresas IBEX 35 durante los años 2015 a 2019, ambos inclusive. Los datos proceden de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

En consecuencia, la estructura de las páginas que siguen es así. Tras esta introducción, el capítulo primero se dedica a presentar algunas generalidades sobre el gobierno corporativo, con énfasis en su concepto, mecanismos y órganos. El capítulo segundo contiene un análisis específicamente sobre el consejo de administración, sus características, estructura, funcionamiento y remuneraciones. El análisis empírico está en el capítulo tercero, que aporta un índice sintético referente al consejo de administración en las compañías del IBEX 35, el cual permite clasificar a estas empresas de mayor a menor puntuación en cuanto a la calidad de la estructura, el funcionamiento y otros elementos clave de sus consejos de administración.

El trabajo termina con las conclusiones, las referencias bibliográficas y algunos anexos.

CAP. 1. GOBIERNO CORPORATIVO: GENERALIDADES

En lo que sigue, vamos a presentar antes algunos términos y mecanismos utilizados en el ámbito del gobierno corporativo de las empresas.

1.1. Concepto e importancia

A lo largo de la historia de la economía y de la diferente evolución de las empresas, hemos tenido diversas respuestas a la pregunta del concepto del gobierno corporativo o gobierno de la empresa. Aquí vamos a tratar un par de estas respuestas.

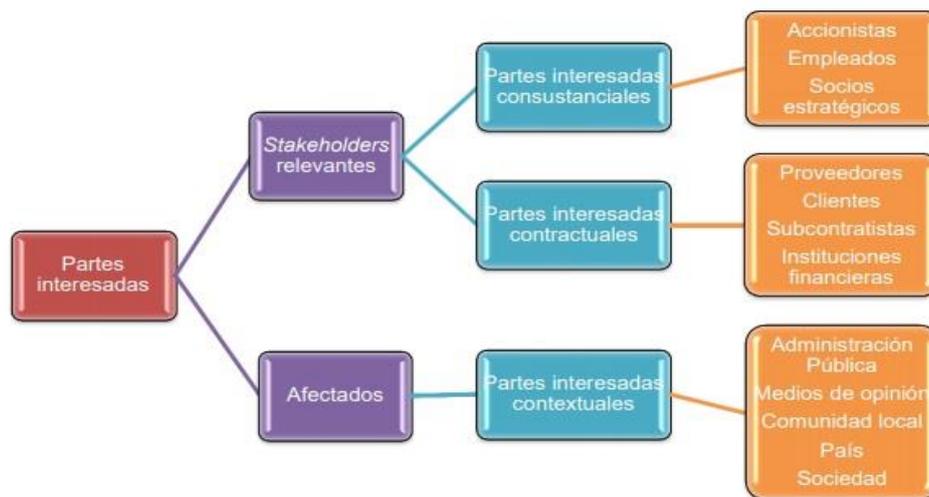
Una forma de definir el Gobierno Corporativo es usando la palabra "sistema", siendo un sistema con el que se planifica el funcionamiento y la unión de los órganos de la empresa que se encargan de dirigir y controlar sus movimientos, mediante la aplicación de unos principios rectores que ayudan a la consecución de sus metas y guían su comportamiento. Además, se establecen las responsabilidades y obligaciones de los directivos de la empresa hacia los propietarios y los restantes *stakeholders* (Cervantes Penagos, 2014). Dentro de este mismo enfoque amplio, pero concretando un poco más su contenido, el gobierno de una compañía cabe entenderlo "como conjunto de estructuras, reglas y procedimientos institucionales que determinan el ejercicio del poder de control, los incentivos de los diversos partícipes (accionistas, directivos, empleados, acreedores, clientes, proveedores, etc.), la realización de inversiones y la distribución de riesgos, así como la generación y el posterior reparto del excedente logrado por la firma" (Rodríguez Fernández *et al.*, 2007, pp. 12-13).

Tras esta versión amplia del gobierno corporativo, con frecuencia se presenta una versión limitada que hace referencia solamente a los accionistas y a la relación entre estos y los directivos de la empresa. Así, Muñoz (2003, p.5) afirma que "el gobierno corporativo juega un papel fundamental para las empresas, pues define la forma en que las éstas operan, son controladas, e interactúan con sus accionistas y con las demás partes interesadas en el negocio. Es la primera línea de defensa en la protección de los intereses de los inversionistas y, a través de sus normas, pretende garantizar la integridad en la operación, la calidad y la

diseminación de la información. Para lograr sus objetivos requiere que se observen una serie de principios básicos para proteger los intereses de los accionistas y maximizar el valor de las empresas a largo plazo”.

En la figura 1.1 se recoge una explicación esquemática de los partícipes implicados en el desarrollo de una empresa, según su compromiso con la entidad y su nivel de interés.

Figura 1.1: Esquema sobre los *stakeholders*.



Fuente: Ester Pedrejón (2017, p. 16)

Para desarrollar más el punto de vista accionarial de la definición, en Rodríguez Fernández (2003) podemos encontrar unos puntos clave al respecto:

- Su origen está en la filosofía de Locke y en los derechos naturales (es decir, los que podemos encontrar en la naturaleza), entre los que se encuentran la propiedad privada y la libertad.
- Apoyándose en las políticas liberales, el Estado solo se encargará de garantizar los derechos básicos y naturales, como por ejemplo el de la propiedad privada, a través de establecer un sistema de leyes y normas para proteger el cumplimiento de las obligaciones contractuales.
- Individualismo puro, donde cada actor se comporta como listo, calculador y maximizador, en busca de sus propios intereses, de modo que no se consideran relevantes los posibles costes sociales derivados de las consecuencias empresariales en relación con el resto de la sociedad.

- La empresa en último término es un agregado de contratos de individuos libres que se organizan juntos para conseguir sus fines propios.
- El accionista desempeña el papel principal dentro de la entidad, al ser considerado propietario de los medios de producción, de modo que sus derechos como inversor se protegen debidamente.
- Los accionistas delegan sus poderes de decisión a favor de una dirección o gerencia, en cuanto grupo de expertos implicado en el día a día de la empresa y que actúan en interés de aquéllos.

Este enfoque reducido del gobierno corporativo refleja un modelo de empresa típicamente financiero, basado en la continua creación de valor para los accionistas, lo que exige lograr una rentabilidad superior a la alcanzable en otras posibles inversiones financieras con el mismo nivel de riesgo. Incluso si esto significa el desarrollo de medidas cortoplacistas, que a largo plazo podrían afectar negativamente a la empresa.

En fin, podríamos apuntar otras varias definiciones de gobierno corporativo que podrían encajar con el objetivo de este estudio, algunas de las cuales se resumen en la figura 1.2, que sirve como resumen cronológico que diversos autores han proporcionado para la definición del término estudiado.

Figura 1.2: Definiciones del Gobierno Corporativo

AUTOR, AÑO	DEFINICIÓN	MODELO
Ells (1960)	"La estructura y funcionamiento del sistema político corporativo"	Stakeholder
Centro Europeo de Estudios Políticos (1995)	"El gobierno corporativo es todo el sistema de derechos, procesos y controles establecidos internamente y externamente sobre la gestión de una entidad empresarial con el objetivo de proteger los intereses de todos los interesados"	Stakeholder
Shleifer y Visny (1997)	"Cómo los inversores consiguen que los gerentes les devuelvan su dinero"	Financiero
Cadbury (2003)	"En su sentido más amplio, el gobierno corporativo consiste en mantener el equilibrio entre los objetivos económicos y los sociales entre los objetivos individuales y los comunitarios. El marco de gobierno se establece con el fin de promover el uso eficiente de los recursos y, en igual medida, exigir que se rindan cuentas por la administración de esos recursos. Su propósito es lograr el mayor grado de coordinación posible entre los intereses de los individuos, las empresas y la sociedad. El incentivo que tienen las empresas y sus propietarios y administradores para adoptar las normas de gestión aceptadas a nivel internacional es que ellas los ayudarán a alcanzar sus metas y a atraer inversiones. En el caso de los Estados, el incentivo es que esas normas fortalecerán sus economías y fomentarán la probidad de las empresas"	Stakeholder
Cuervo (2004)	"El Gobierno de la Empresa tiene por finalidad el logro de la eficiencia en el uso de los activos y en los contratos que la configuran, para asegurar la creación de valor para los propietarios de los recursos financieros"	Financiero
Banco Central Europeo (2004)	"Procedimientos y procesos según los cuales una organización es dirigida y controlada. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la organización -como el consejo directivo, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas- y establece las reglas y procedimientos para la toma de decisiones".	Stakeholder
OCDE (2004)	"El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño"	Stakeholder
Charreaux (2004)	"El conjunto de mecanismos que permiten obtener el mayor potencial de creación de valor del aprendizaje y la innovación"	Cognitivo
Zingales (2008)	"Conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasirentas generadas por la empresa"	Financiero

Fuente: Ester Pedrejón (2017, p. 94)

La figura del gobierno corporativo es importante en el contexto de la globalización en el que nos encontramos, puesto que, con la internalización empresarial en la que vivimos, con diversificaciones de negocio o filiales alrededor del mundo, las compañías están especialmente interesadas en potenciar su buena reputación en un marco general, lo que implica la necesidad de cuidar su imagen con un mayor esfuerzo. Y eso sólo se consigue con la profesionalización en todos los puntos de la empresa. Ahí es donde entra en juego el gobierno corporativo.

Esta tendencia se ha visto reforzada a consecuencia de la crisis financiera sufrida a partir de 2008. El mundo económico ha comprendido que las compañías deben ser gestionadas de una forma limpia, con una información transparente y veraz, con el fin de desarrollar sus operaciones de manera sostenible, generando riqueza y crecimiento para el futuro de cada entidad.

Según Deloitte (2021), desde una perspectiva clásica accionarial, “la aplicación de un código de buen gobierno es la garantía para el crecimiento sostenible de la empresa en el medio y largo plazo, ya que ayuda a restablecer la confianza de los inversores, aumenta el acceso al crédito extranjero, atrae el talento y fomenta la imagen de marca”.

1.2. Principales mecanismos y órganos

Lo primero que hay que decir al hablar de mecanismos de gobierno corporativo es que no hay un único modelo, ni tampoco uno es mejor que otro. La clave de estas figuras de control reside en la propia empresa, que necesita utilizar un sistema de gobierno acorde a su actividad, tradición histórica o incluso el país en el que trabaje.

Para empezar, vamos a tratar los principales mecanismos de control internos que existen, destacando por su importancia y su implantación en las empresas.

1.2.1. Mecanismos internos

En el gobierno de las compañías habituales hay dos órganos internos básicos. Como señala González Turiel (2019, p.13), “en las sociedades cotizadas la mayoría de los accionistas son inversores, es decir, que no buscan un control en la empresa sino una rentabilidad. Entonces, el gobierno de las sociedades cotizadas está formado por la junta general de accionistas y por el consejo de

administración. Estos dos órganos de la empresa se encargan de tomar las decisiones y controlar el día a día de las sociedades.”

En cuanto a la junta de accionistas, “tiene la potestad de, en el caso que el consejo de administración no esté llevando a cabo correctamente las funciones de supervisión, cambiar a los miembros del consejo. Para poder llevar a cabo el cambio es necesario destinar recursos al análisis de las actividades del consejo de administración. El mayor problema que se presenta es el denominado «pasajero sin billete», es decir, la necesidad de que los accionistas disconformes soporten los costes de descubrir la ineficiencia del consejo, y luego todos los accionistas se benefician de la mejora de los resultados. En este sentido, en las empresas cotizadas, como hay facilidad para salir de la empresa a través de la venta de la participación, en muchos casos los accionistas disconformes optarán por esta solución” (Fernández Izquierdo, 2014, p. 29).

El consejo de administración podemos definirlo "como un conjunto de personas, elegidas por los accionistas con el fin de supervisar al equipo directivo y ratificar sus decisiones más importantes. Entre sus miembros podemos distinguir los internos, que tienen un empleo permanente en la empresa, y los externos; dentro de estos últimos podemos discernir entre los dominicales (que son accionistas de la empresa) y los independientes (aunque no hay una definición unánime, son aquellos que no tienen ningún tipo de relación ni con la empresa, ni con los directivos ni con los accionistas de ésta). De los independientes depende una buena supervisión” (Fernández Izquierdo, 2014, p. 29).

Junto a ellos, hay diversas comisiones del consejo de administración. Así, típicamente:

Comisión de auditoría. Es un comité especializado del consejo de administración que viene reglada en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas, por el que se establecen las normas para su estructura y funcionamiento, dejando una cierta libertad de decisión para las empresas, para configurar un comité acorde a su tamaño y necesidades.

Sus funciones principales se pueden resumir en (Deloitte, 2012):

- Control interno y gestión de riesgo: verificar la información revelada por parte de la empresa de cara al público y a los demás agentes externos, investigar los riesgos de todo tipo que pueda sufrir la empresa y llevar a cabo medidas para minimizarlos.
- Relaciones con los auditores externos: contacto continuo y contratación de estos, además de supervisar la independencia y la profesionalidad con la que actúen los mismos.
- Relaciones con los auditores internos: supervisión de sus labores y revisión de su independencia, además de su efectividad en su puesto de trabajo, aprobación del plan anual para la auditoría interna y revisión del trabajo conjunto con el auditor externo.
- Vigilancia de la información de tipo financiero, para que se cumplan los requisitos financieros legales, proporcionando información a la junta general de accionistas y asesoramiento a las decisiones del consejo de administración.

Comisión de nombramientos y retribuciones (Pedrejón Bartolomé, 2017). Es un órgano proveniente del artículo 529 treceésimo, apartado dos, del Real Decreto Legislativo 1/20210, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital (LSC). Además, en las recomendaciones 47 a 51 del Código de Buen Gobierno se proponen unas medidas para conseguir un desempeño con independencia a la hora de elegir a los consejeros y presidente, y una retribución acorde a su cargo, trabajo y experiencia. Esta retribución siempre será revisada, especialmente en la alta dirección, con el objetivo de transparencia.

1.2.2. Mecanismos externos

Los mecanismos externos son los que no dependen de la propia entidad, sino que se ven influenciados por agentes externos, como pueden ser las instituciones locales, territoriales o nacionales, la competencia, los mercados, la auditoría externa, etc.

1.2.2.1. Instituciones públicas

Se refieren a todas las entidades públicas que tengan un margen de acción en la empresa, por ejemplo: a través de normas para la distribución del poder y voto de las sociedades; obligando a los poseedores de acciones a dar un nombre para poder identificarlos; protegiendo el buen funcionamiento de la empresa frente a la sociedad mediante la difusión de información auditada y veraz; estableciendo un régimen sancionador por malas prácticas; o protegiendo los derechos de todas las partes involucradas (Pedrejón Bartolomé, 2017).

1.2.2.2. Mercados financieros

Los inversores pequeños pueden influir en la política de dividendos de la empresa y en la cotización bursátil de la misma, lo que puede derivar en ofertas públicas de adquisición (OPA) para que grandes inversores adquieran parte de la empresa, aumentando así su influencia y su poder dentro de la misma, provocando una divergencia de interés con los accionistas menores o incluso con la propia directiva de la empresa. Por otra parte, la financiación que reciba la empresa es importante para su mantenimiento y expansión. Esto puede provocar enfrentamientos en los intereses de la empresa y los prestamistas, ya que estos pueden buscar un retorno de su inversión temprano en detrimento de la estabilidad futura de la empresa.

1.2.2.3. Mercado de directivos y competencia en los mercados reales

El mercado de directivos facilita la movilidad hacia las mejores de empresas de aquellos identificados como buenos gestores. Su mayor reputación se traduce en altos niveles retributivos, con la esperanza de que fortalezcan la creación de valor para los accionistas. Por otra parte, una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios en que opera la empresa se considera que induce un mayor esfuerzo de los directivos para intentar generar esa creación de valor, evitando la adopción de decisiones ineficientes.

CAP. 2. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: CARACTERÍSTICAS, ESTRUCTURA, FUNCIONAMIENTO Y REMUNERACIÓN

Una parte fundamental de la empresa es el consejo de administración, puesto que es el principal instrumento de mando que posee una empresa. Aquí se encuentran los responsables que han sido seleccionados por los accionistas para el manejo de la sociedad en cuestión.

2.1. Noción

Si queremos definir al consejo de administración, lo podemos hacer como un órgano supremo que está incluido en el gobierno de la empresa con el objetivo principal de supervisar el funcionamiento de la entidad, adoptando las correspondientes decisiones estratégicas, ejerciendo las tareas de control posteriores y vigilando el comportamiento de los directivos.

Incluso el *Diccionario* de la Real Academia Española de la Lengua tiene una definición: “Órgano de administración de algunas sociedades mercantiles, de carácter colegiado y formado por al menos tres consejeros. La designación de sus miembros corresponde a los socios, que lo llevan a cabo en la junta general. Es posible, no obstante, que los propios consejeros puedan proveer la cobertura temporal de vacantes anticipadas en el consejo de administración mediante el nombramiento a favor de algún accionista, lo que se denomina *sistema de cooptación*” (RAE, 2020).

Si buscamos una definición más técnica, podemos encontrarla en su regulación legal. Según el texto refundido de la Ley de sociedades de capital, de 2 de julio de 2010, es un órgano donde se toman las decisiones más importantes de la empresa; y en lugar donde se determinan las normas de actuación que deben de seguir los integrantes de la dirección de la empresa, con una revisión constante y continua de sus actuaciones. En cuanto al tamaño, la entidad debe contar con un mínimo de tres integrantes; y sus actuaciones deben ser según lo establecido y aprobado en su reglamento, estatutos y leyes.

El consejo de Administración tiene un objetivo principal para todas sus decisiones, que es el interés social, entendiendo por tal el interés de la propia sociedad mercantil. Según la CNMV (2020a), en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas el interés social principal es conseguir valor económico

sostenible en la empresa y maximizarlo a largo plazo, objetivo principal de los accionistas. No obstante, el consejo debe tener en cuenta la relación con todos los *stakeholders*, respetando sus derechos y teniendo obligaciones con ellos, para conseguir una sostenibilidad real de la compañía.

Los miembros del consejo son denominados consejeros. El principal recibe el nombre de presidente; y los demás pueden repartirse los diversos cargos disponibles, como el de vicepresidente, secretario, o consejero delegado, entre otros.

Las ventajas de contar con un consejo de administración son, principalmente, la toma de decisiones analizadas más en profundidad, más razonadas, que cuando se toman por una sola persona; y la mejor representación de los intereses de los distintos grupos de accionistas, lo que implica una mayor neutralidad. Además, los consejeros pueden aportar un mayor valor con su conocimiento y experiencia (Rizo Rivas, 2014).

Sin embargo, la implementación de este modelo de administración también tiene algunos inconvenientes, ya que se convierte en un proceso más complejo y supone un coste mayor. Además, las decisiones pueden verse ralentizadas, al necesitarse un procedimiento con más formalidades (Rizo Rivas, 2014).

2.2. Tareas

Según la CNMV (2020a), la función principal del consejo de administración es la de supervisar, controlando a sus directivos que persigan el objetivo de la empresa y a la protección de sus integrantes.

Para Bueno Campos (2004), el consejo de administración tiene que realizar otras funciones relacionadas con su entorno, como son funciones relacionales y estratégicas. En cuanto a la función estratégica, se refiere a la gestión de la empresa, la toma de decisiones y el resto de los pasos que la entidad tiene pensado seguir en un futuro. La función relacional se entiende que afecta todos los recursos necesarios que la empresa puede necesitar para conseguir sus metas establecidas de una forma eficiente, sin llegar a malgastar sus recursos.

Según Deloitte (2010), el consejo de administración es un órgano social muy importante para las empresas, por ser el órgano responsable del control,

administración y funcionamiento general de la entidad, compartiendo tres objetivos principales: gobierno, gestión y representación de la empresa. La suma de estos tres objetivos da lugar a el éxito empresarial perseguido por sus administradores.

“En primer lugar, la función principal que debe llevar a cabo el consejo de administración es liderar la empresa al máximo nivel para asegurar la permanencia en el tiempo de la sociedad y crear valor para la misma y para los accionistas; es decir, el consejo de administración se encarga de proteger los intereses generales de la empresa e intentar alinear los planes de los que 11 gestionan la sociedad con los intereses de accionistas e inversores” (Deloitte, 2010, p. 36).

Según Valls Prieto (2016), otra función a realizar por el consejo es la de dar respuesta a accionistas y demás *stakeholders* encargándose de repartir los dividendos, siendo la parte de la empresa encargada de la comunicación con los accionistas.

En principio, todas las tareas cuya realización corresponden al consejo de administración pueden ser ejecutadas por diferentes comisiones o miembros del órgano. Sin embargo, la Ley de sociedades de capital (LSC), en su artículo 249 bis, establece algunas como indelegables: así, la determinación de las políticas y estrategias de la empresa o la formulación de las cuentas anuales y la convocatoria de las juntas generales de accionistas donde se deben presentar dichas cuentas. También es responsabilidad obligatoria de este órgano nombrar y cesar a los miembros del consejo, establecer las retribuciones de los consejeros y de la alta dirección y, por último, fijar la política de acciones o participaciones propias (Valls Prieto, 2016).

Por último, este mismo autor (Valls Prieto, 2016), señala que el propio consejo de administración es el encargado de crear sus normas para conseguir un buen funcionamiento y una correcta forma de operar en la entidad. Además, el consejo de administración también gestiona la formulación de las cuentas anuales, siempre a partir del cierre de ejercicio, durante un plazo de 3 meses, en los que se formulan, se revisan, y se tiene que convocar una junta general de

accionistas, en la que se tratan los temas necesarios para su cumplimiento y aprobación.

2.3 Estructura

En el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV (2020a) se señala que la estructura del consejo de administración es una pieza fundamental para el buen gobierno de las entidades. E influye directamente en las decisiones del consejo de administración, tanto en su calidad como en su desarrollo, para lograr los objetivos establecidos.

2.3.1. Tamaño y diversidad

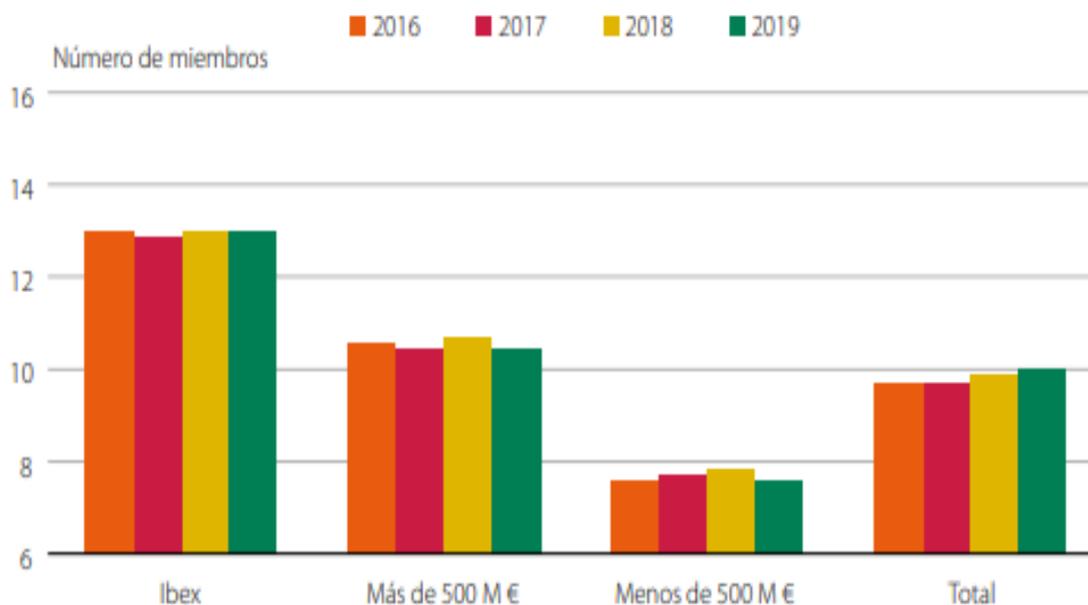
La propia CNMV (2020a) en sus recomendaciones establece que el consejo de administración debe tener un tamaño en relación con cada sociedad, ajustándose a sus necesidades y que permita un desarrollo eficaz de cada función, y que además se permita una participación plena de todos los miembros y una toma rápida de decisiones. Como consejo numérico, la CNMV establece un tamaño de entre 5 y 15 miembros, pero antes de esto, establece que cada entidad tenga un tamaño acorde a su tamaño, siendo normal que una empresa grande tenga un consejo de administración más grande que una pequeña.

El consejo de administración debe tener un tamaño acorde a las características de cada empresa. Una empresa grande deberá tener un mayor número de consejeros que una PYME, debido a que se trata de una organización más extensa y mayor. No obstante, el número de consejeros tampoco debe ser muy alto, ya que puede ir en contra de los intereses de la empresa, provocando pasividad en los consejeros y ciertos automatismos en su funcionamiento. Sin embargo, un consejo con un número de miembros pequeño se puede encontrar con problemas como la ausencia de diferentes perspectivas o herramientas para realizar correctamente su trabajo.

Según el “Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados” de la CNMV (2019) podemos ver la evolución del tamaño medio del consejo de administración de las sociedades cotizadas en España, entre ellas las que están en el IBEX 35, y compararlos con los años anteriores. Esta información se refleja en la figura 2.1, donde se puede ver la evolución media del tamaño de los consejos de

administración en función de su capitalización bursátil durante los años 2016 hasta 2019, de las sociedades cotizadas en España.

Figura 2.1: Número medio de miembros en los consejos de administración.

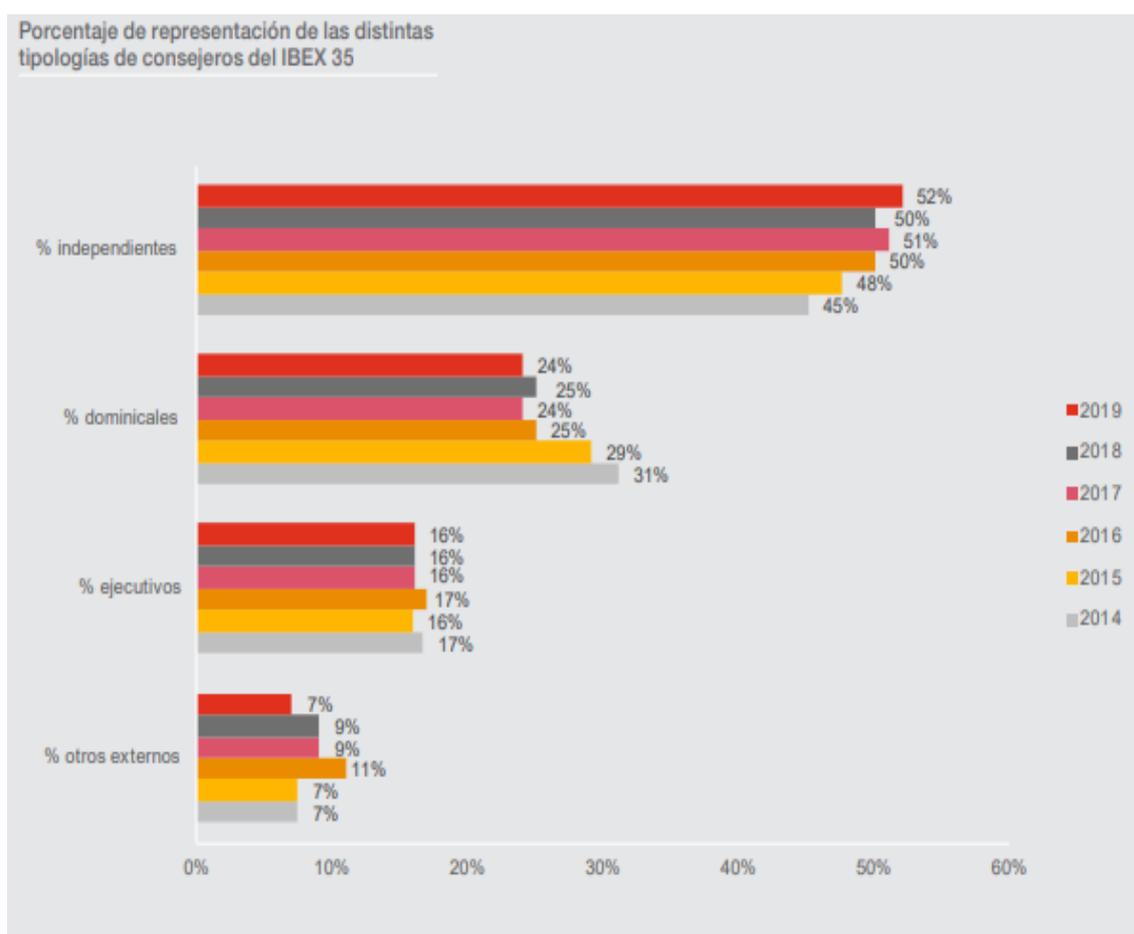


Fuente: CNMV (2019, p. 43)

Durante los últimos años, las empresas de mayor capitalización bursátil han tenido un número mayor de miembros del consejo de administración que las sociedades cotizadas con una capitalización menor, siendo el número de miembros proporcional al tamaño de la empresa. También se cumple en las empresas del IBEX 35 la recomendación del buen gobierno de un tamaño del consejo entre 5 y 15 miembros.

Los componentes del consejo de administración son denominados consejeros. A su vez, éstos se clasifican en consejeros ejecutivos o internos y consejeros externos o no ejecutivos. Éstos últimos pueden ser dominicales, independientes u otros externos. Por lo tanto, diferenciamos cuatro tipos de consejeros como integrantes del consejo de administración (CNMV, 2015, p. 26). En la figura 2.2 se recogen los datos de representación de los diversos tipos de consejeros para las empresas del IBEX en los años 2014 hasta 2019. Lo más destacado es una bajada continua de los consejeros dominicales, compensada con una subida en la representación de los consejeros independientes.

Figura 2.2: Representación en los consejos del IBEX 35



Fuente: PWC (2020, p. 32)

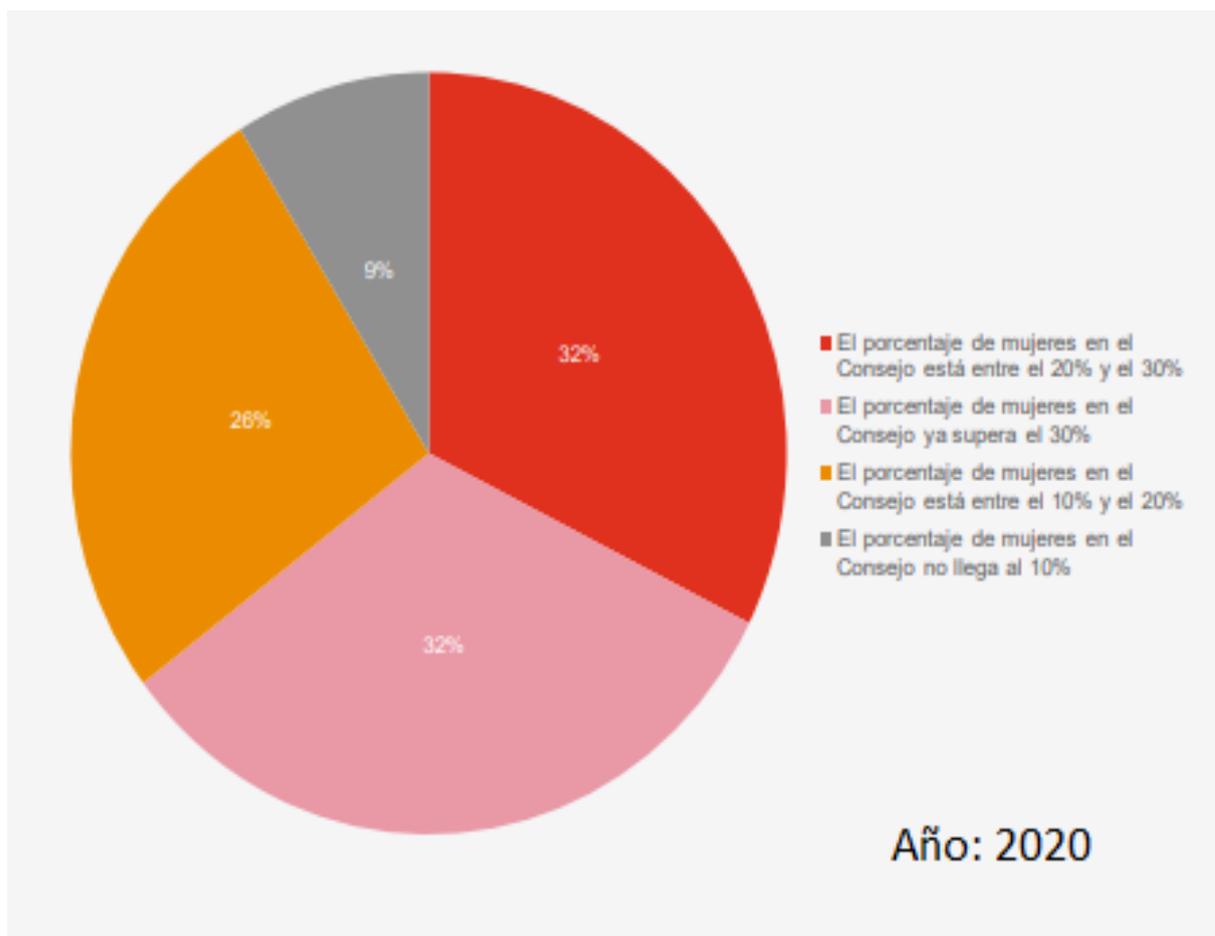
En los últimos años, el porcentaje de consejeros dominicales ha descendido en las empresas del IBEX 35. A su vez, el porcentaje de consejeros independientes ha aumentado de manera general para las empresas del IBEX 35. El código de buen gobierno recomienda que el porcentaje de consejeros dominicales no sea superior al resto de consejeros; y esto podría ser una razón para su bajada en porcentaje.

Si nos queremos centrar en su composición, el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV (2020a) establece que la composición del consejo de administración deberá favorecer la diversidad en sus miembros, según su sexo, edad, y grado de formación, para poder tener más objetividad en su toma de decisiones, favoreciendo la independencia.

Siguiendo las recomendaciones del código de buen gobierno, se establecía que para el año 2020 el número total de consejeras debería representar al menos el

30% de los componentes del consejo de administración. Según los datos de PWC (2020) estos objetivos están aún lejos de alcanzarse, situándose en un total de 24% de mujeres en los consejos de administración. La figura 2.3 contiene los datos sobre la presencia de la mujer en el consejo de administración de las empresas del IBEX 35 en el año 2019. Se puede ver cómo la gran mayoría de las empresas está por debajo del 30% recomendado por la CNMV.

Figura 2.3: Mujeres en los consejos de administración de las empresas del IBEX 35



Fuente: PWC (2020, p. 27)

En este estudio de PWC (2020) se puede comprobar que la mayoría de las empresas del IBEX 35 están intentando cumplir esa recomendación, siendo apenas un 9% de las empresas del IBEX 35 quien tiene un porcentaje menor del 10% de mujeres en su consejo de administración. La meta para 2020 no se ha podido cumplir, pero en un futuro próximo se espera llegar a ese objetivo.

2.3.2. Presidente

La figura del presidente del consejo es quizá la más importante de todas, ya que es el primer responsable del funcionamiento y la eficacia del consejo. Además, esta figura es la encargada de facilitar a todos los miembros del consejo la información que considere importante para su correcto funcionamiento, además de encargarse de organizar las reuniones y las evaluaciones anuales necesarias.

Según la Ley de sociedades de capital del año 2010, el presidente del consejo será elegido a través del resto de los miembros, mediante un informe previo de la comisión de nombramientos. A continuación, esta figura deberá designar a los vicepresidentes que considere necesarios. El presidente del consejo es el responsable principal del funcionamiento del propio consejo y el encargado del cumplimiento de los estatutos sociales y reglamentos establecidos. En los estatutos de cada entidad se podrá prohibir que los cargos de presidente y consejero delegado recaigan en la misma persona, si así lo prefieren, además de poder prohibir que el presidente sea también consejero ejecutivo. La ley también establece que, en caso de no prohibirse esta práctica y existir en alguna entidad la coincidencia del cargo de presidente y del cargo del consejero delegado o primer ejecutivo, la empresa queda obligada a designar un consejero coordinador para los independientes, que sirva de antónimo del propio presidente. Esta figura tendrá capacidad para efectuar una convocatoria de consejo, modificar los temas a tratar en el orden del día, e incluso presidir la evaluación del presidente. Si fuese necesario, el consejero coordinador podrá tener uno o varios vicesecretarios, previa aprobación del propio consejo de estos nombramientos.

2.3.3. Comisiones

Según la Comisión nacional del Mercado de Valores (2020) era necesario establecer una norma no escrita mediante la cual el consejo de administración necesita, para su funcionamiento eficaz, que sus participantes realicen su trabajo del modo correcto, con una información continua y constante en la que se conozca fielmente el estado de la entidad, los negocios en los que participa y todas las reuniones correspondientes, ya sean del consejo de administración o de las comisiones en las que estén incluidos.

De acuerdo con González Turiel (2019), el consejo de administración puede constituir en su seno comisiones especializadas, determinando su composición, designando a los miembros y estableciendo qué funciones asume cada una.

No obstante, el consejo de administración deberá constituir como mínimo dos comisiones: una comisión de auditoría, que viene regulada en el artículo 529 quaterdecies (LSC), y una comisión de nombramientos y retribuciones, cuya regulación está recogida en el en el artículo 529 quindecie (LSC). La ley prohíbe que formen parte de estas comisiones los consejeros ejecutivos, además de otras particularidades que aparecen en los dos artículos anteriores, aunque la particularidad más destacada es la de que es obligatoria la presidencia de un consejero independiente

Según Bueno Campos (2004), el origen de las comisiones está en la gran cantidad de funciones que tiene el consejo, lo que provoca que necesite delegar algunas de estas responsabilidades (de ahí la comisión ejecutiva) o también que requiera apoyo en algunas materias, como puede ser la de supervisión (de aquí salen la comisión de auditoría, nombramientos o retribuciones).

2.3.3.1. Comisión ejecutiva

Según la CNMV (2020a), la tarea de este órgano consiste en vigilar la integridad y veracidad de la información contable recibida, y corregir, si es necesario, los estados financieros de la entidad, además de una verificar la auditoría interna recibida de la empresa, y facilitar lo máximo posible el trabajo a los auditores externos. Todos los miembros de la comisión están obligados a tener una formación técnica en sus materias a tratar, como puede ser contabilidad o finanzas, para la correcta realización de su trabajo.

Esta comisión básicamente es la encargada de la transparencia, ofreciendo información tanto financiera como contable real y acorde a la situación de la empresa, consiguiendo así una buena práctica de gobierno responsable.

Según datos de Spencer Stuart (2020), en las compañías del IBEX 35 este comité está presente en 17 compañías (49%) y tuvo una media de reuniones de 10,1.

2.3.3.2. Comisión de nombramientos

Para Bueno Campos (2004), esta comisión está especializada en el nombramiento de los consejeros y los puestos directivos. Las personas que sean designadas para estas responsabilidades deben tener una formación concreta y una profesionalidad contrastada, por lo que se buscan las personas más adecuadas y que ofrezcan una buena imagen de la empresa para el público. La tarea de esta comisión es elaborar un informe sobre nombramientos que se presenta al Consejo de Administración. Otra característica de esta comisión es la de imparcialidad, evitando que los directivos sean seleccionados sin seguir unos criterios de competencia y capacidad.

Para el año 2019, la comisión de auditoría en las empresas del IBEX 35 está presente en 23 de ellas (66%), y tuvo una media de reuniones de 6,7 en el año (Spencer Stuart, 2020).

2.3.3.3. Comisión de retribuciones

Según la CNMV (2020a), la finalidad de esta comisión es supervisar la remuneración de los altos cargos integrantes de la empresa, como directivos o consejeros. es la propia comisión quien debe informar a los interesados de la decisión de sus retribuciones. Por otra parte, también elabora incentivos para conseguir una motivación mayor en el trabajo, mejores resultados y, a su vez, cuidar y retener en la empresa a los empleados.

Según datos de Spencer Stuart (2020), este comité estaba presente en 23,1 empresas del IBEX 35 (66%) y tuvo una media de 6,7 reuniones en el año 2019.

2.4. Funcionamiento

Para Monje Gil (2019), todas las decisiones importantes que se toman en una empresa son adoptadas por el consejo de administración, destacando en su seno la figura de presidente, ya que es la figura que más poder tienen en una sociedad mercantil.

2.4.1. Sesiones del consejo

Según Gutiérrez Carballo (2016), hay que destacar la importancia de las reuniones del consejo, pues deberían ser numerosas y realizarse con una continuidad, lo que ayudaría a la correcta realización de sus tareas.

Otro aspecto para destacar es el de la planificación de las reuniones, informando del contenido y de los puntos a tratar con antelación a los convocados, además de favorecer por parte del presidente la participación de los consejeros.

La antelación en la convocatoria de la reunión permite que los consejeros puedan conseguir información adecuada previamente a esa sesión, lo que les facilita la realización de sus funciones y asesorar a la sociedad mercantil de una forma más positiva.

También se recomienda que las empresas realicen programas periódicos de actualización de conocimientos (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2020).

Para el año 2019, los consejos de administración de las empresas del IBEX 35 se reunieron una media de 11 veces al año, número que se mantiene estable desde hace unos años (Spencer Stuart, 2020).

En caso de que se cometa alguna infracción en las decisiones del consejo de administración, los acuerdos podrán ser considerados como nulos. Incluso existe la posibilidad de impugnarlos, en un plazo máximo de 30 días, por los socios de la empresa que representan un mínimo del 5% del capital social de la empresa, o por los administradores (Deloitte, 2010).

2.4.2. Autoevaluación

El propio consejo de administración es el encargado de autoevaluarse para comprobar si está consiguiendo sus objetivos establecidos, además de verificar la correcta realización de las funciones de las que se encarga él y sus comisiones. Otra evaluación importante es la del presidente del consejo, por ser el máximo responsable del consejo e imagen pública de la entidad. La autoevaluación es posible realizarla de manera interna o por expertos externos, pero la segunda opción es la más recomendada, ya que le da una mayor objetividad y cumpliría con las buenas prácticas. La autoevaluación, en su finalidad última, ayuda a conseguir una visión objetiva del estado de la empresa y favorece su correcto funcionamiento (CNMV, 2020a).

2.4.3. Edad

Según datos de Spencer (2020) para las empresas del IBEX 35, la edad media de los consejeros está en 61,4 años. Además, el 82% de las sociedades mercantiles que forman este índice bursátil no cuentan con una edad de jubilación máxima para sus consejeros. Las empresas la tienen estipulan la edad entre los 68 y los 85 años.

2.4.4. Sucesión

Sobre el tema de la sucesión en los consejos de administración del IBEX 35, se puede afirmar que su evolución no es tan rápida como en otros apartados. Si bien se han realizado avances significativos a la hora de contar con expertos con buenos perfiles de conocimientos estratégicos, no se han introducido grandes cambios en las sociedades para planificar las sucesiones de los miembros de los consejos (PWC, 2020).

2.5. Remuneración de los consejeros

La remuneración es una parte muy importante en los cargos de las sociedades, ya que es la principal forma de atracción a los buenos directivos y empleados, haciendo que se sientan recompensados por el trabajo que hacen. Este tema es un poco complicado de tratar, ya que como dice el código de buen gobierno (2015), en su principio N°25, la búsqueda de una retribución justa que consiga atraer a los consejeros que más se ajusten a las necesidades de la entidad, tiene que estar equilibrada para minimizar posibles riesgos y efectos perjudiciales, como pueden ser un abandono temprano de la entidad, o falta de motivación para el trabajo.

Para empezar, el cargo de consejero está obligado a tener remuneración, salvo que los estatutos de la sociedad digan lo contrario, según viene regulado en la ley de sociedades de capital de 2010.

“La remuneración de los consejeros se basa en la política de remuneraciones. Esta es materia reservada de la junta general, como indica el artículo 511 bis (LSC). En el caso de la remuneración de los consejeros en su condición de tales, la política de remuneración solo recoge el importe máximo. Este importe deberá respetar las previsiones estatutarias. La concreción de la retribución individual corresponde al consejo y tendrá en cuenta las funciones que asume el

beneficiario, los cargos asumidos dentro del Consejo y demás circunstancias objetivas. Esto viene recogido en el artículo 529 septedecies, apartado 2, de la Ley de sociedades de capital” (González Turiel, 2019, p. 24).

“En el artículo 529 octodecies (LSC) se recoge la remuneración de los consejeros por sus funciones ejecutivas. La retribución es fijada por el consejo. Esta remuneración la reciben los consejeros ejecutivos que desempeñan las funciones ejecutivas previstas en los contratos aprobados conforme a lo dispuesto en el artículo 249 (LSC). El consejo también debe decidir los términos y condiciones de sus contratos con la sociedad, conforme a lo dispuesto en el artículo 249.3 (LSC) y en la política de remuneraciones. La política de remuneración en materia de la remuneración por las funciones ejecutivas es más estricta, debido a que exige incorporar la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que la política se refiera, los parámetros de los que dependen los componentes variables y los términos y condiciones principales de sus contratos” (González Turiel, 2019, p. 24)

Si nos centramos en el código de buen gobierno, en 2006 se fijó como objetivo la política retributiva, recomendando que en cada tipo retributivo que haya sido aprobado por el consejo estén detallados los fundamentos de cada retribución y a qué clase de consejero está destinada la retribución. Otro punto a destacar es la recomendación de excluir a los consejeros externos de la retribución variable, ya que puede crear un conflicto de intereses en la metodología de evaluación de ésta, y además podría afectar a la objetividad de ellos.

En los años siguientes el código se actualizó y se puso énfasis en la retribución variable del consejo. El aspecto más destacable de las novedades incluidas en estos años fue un mayor rigor para los requisitos, estableciendo unos criterios de rendimiento predeterminados y medibles, para calificarlos en objetivos a corto, medio y largo plazo, y apostar por usar cláusulas de diferimiento y reembolso.

2.5.1. Tipos de remuneración

A continuación, explicaremos los diferentes tipos de retribución con los que nos podemos encontrar, especialmente en las empresas del IBEX 35, en los consejos de administración de estas sociedades. La información está extraída

del “Informe anual de remuneraciones de los consejeros de las empresas del IBEX 35”, publicado por la CNMV (2020b), por lo que se adaptan perfectamente a los que nos encontraremos en estas sociedades.

2.5.1.1. Sueldos

“Aquí se incluye las retribuciones que no son de carácter variable y que ha devengado el consejero por sus labores ejecutivas” (CNMV, 2020b). La figura 2.4 recoge información estadística sobre la distribución del sueldo de algunos altos cargos de las empresas del IBEX 35 para el año 2019, repartidos en percentiles.

Figura 2.4: Sueldos de algunos altos cargos en las empresas del IBEX 35

Sueldo (miles de euros)	Año: 2019						CUADRO 3
	Promedio	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90	
Presidente	1.203	405	554	1.088	1.564	2.248	
Consejero delegado	1.011	451	629	846	1.500	1.718	
Consejero ejecutivo	727	278	378	500	987	1.372	

Fuente: CNMV (2020b, p.19).

“Los sueldos de los consejeros delegados y consejeros ejecutivos representan aproximadamente el 90% y el 75% respectivamente, de los sueldos de los presidentes que desempeñan funciones de dirección” (CNMV, 2020b).

El sueldo no es la retribución principal de los consejeros directivos, puesto que representa el 31% del total, frente a una retribución variable que supone el 45,2% del total.

2.5.1.2. Remuneración fija

“La remuneración fija incluye el importe de la compensación en metálico, con una periodicidad de pago preestablecida, ya sea o no consolidable en el tiempo y devengada por el consejero por su pertenencia al órgano de administración, con independencia de su asistencia efectiva a las reuniones del consejo” (CNMV, 2020b, p. 14). La figura 2.5 recoge la distribución en percentiles de la

remuneración fija de algunos altos cargos de las empresas del IBEX para el año 2019.

Figura 2.5: Remuneración fija de algunos altos cargos en las empresas del IBEX

Remuneración fija Año: 2019		CUADRO 4				
(miles de euros)	Promedio	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
Presidente	344	56	93	214	526	821
Consejero delegado	187	57	60	74	109	303
Consejero ejecutivo	161	41	60	85	163	403
Consejero no ejecutivo	100	45	61	90	121	166

Fuente: CNMV (2020b, p.18)

La retribución fija media para los consejos del IBEX 35 está situada en 2019 en 469.000 euros, aproximadamente un 1,6% menos que el año anterior. Destaca la figura del presidente del consejo, por tener una remuneración fija mayor al resto de consejeros (CNMV, 2020b).

2.5.1.3. Dietas

“Las dietas incluyen la retribución derivada de la asistencia a las reuniones del consejo de administración y, en su caso, de sus comisiones” (CNMV, 2020b, p. 14). La figura 2.6 Recoge la distribución en percentiles de las dietas de los altos cargos de las empresas del IBEX para el año 2019.

Figura 2.6: Dietas de algunos altos cargos en las empresas del IBEX 35

Dietas Año: 2019		CUADRO 5				
(miles de euros)	Promedio	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
Presidente	75	37	42	63	86	112
Consejero delegado	46	28	32	43	56	73
Consejero ejecutivo	74	17	28	66	88	148
Consejero no ejecutivo	51	15	27	45	62	88

Fuente: CNMV (2020b, p.15)

En cuanto a las dietas, en la figura 2.6 podemos ver como las dietas no dependen tanto del cargo desempeñado como de los criterios de retribución fijados por cada empresa, así como de las reuniones en las que los consejeros participan.

2.5.1.4. Remuneraciones por pertenencia a comisiones del consejo

“En este tipo de remuneraciones, al igual que en las dietas, los importes devengados no dependen del cargo desempeñado, sino que se aplican en función del número de comisiones y reuniones en las que participa el consejero” (CNMV, 2020b, p. 15).

2.5.1.5. Indemnizaciones

“Indemnización es cualquier retribución devengada por el consejero derivada de la extinción de la relación que le vincule con la sociedad” (CNMV, 2020b, p. 15).

2.5.1.6. Remuneración variable

Este tipo de remuneración es, junto con la fija, la más importantes en las remuneraciones totales. Este tipo de remuneración supone entre un 60% y un 130% de las retribuciones fijas. Este porcentaje cambia en función de las políticas de cada sociedad y del nivel de resultados alcanzados por cada miembro. Este tipo de remuneración se puede dividir en dos partes, que examinamos a continuación.

2.5.1.6.1. Remuneración variable a corto plazo.

“Este concepto recoge los importes variables devengados en un periodo igual o inferior a un año que estén ligados al desempeño de funciones o a la consecución de unos objetivos individuales o de grupo” (CNMV, 2013, p. 16).

2.5.1.6.2. Remuneración variable a largo plazo.

“Este concepto recoge los importes devengados en un periodo superior a un año que estén ligados al desempeño de funciones o a la consecución de unos objetivos individuales o de grupo. En este análisis se incluyen las retribuciones variables a largo plazo devengadas en efectivo; las devengadas mediante la entrega de acciones, y el beneficio bruto obtenido en el ejercicio de opciones sobre acciones” (CNMV, 2020b, p. 17).

En la figura 2.7 se recoge la variación de la retribución media de los consejeros de las empresas del IBEX para los años 2016, 2017, 2018 (para 2019 no hay datos en la fuente utilizada en esa figura).

Figura 2.7: Remuneración media de los consejeros de las empresas del IBEX 35

Variación de las retribuciones respecto al año anterior

	2016		2017		2018	
	Promedio (€)	Variación respecto a 2015 (%)	Promedio (€)	Variación respecto a 2016 (%)	Promedio (€)	Variación respecto a 2017 (%)
Retribución mínima	121.734	6%	127.345	5%	132.212	4%
Retribución media	160.311	5%	167.712	5%	176.138	5%
Retribución máxima	218.838	11%*	241.101	10%	243.333	1%

Fuente: PWC (2020)

En estos últimos años, las remuneraciones de los consejeros del IBEX 35 se han ido incrementando a un ritmo decreciente, y con diferencias entre sí según el puesto que ocupe cada consejero. Por ejemplo, el aumento del presidente o del consejero delegado ha sido bastante superior a un consejero normal.

CAP 3. ANÁLISIS EMPÍRICO: CONSTRUCCIÓN DE UN ÍNDICE SINTÉTICO

En los apartados anteriores hemos presentado de una forma breve las principales características del gobierno corporativo, con sus diversos componentes, junto con algunos datos concretamente referidos al consejo de administración de las compañías del IBEX 35. Ahora abordamos el segundo objetivo del presente trabajo, profundizando en el análisis del consejo de administración para llegar a construir un índice sintético al respecto en esas empresas, que permite clasificarlas de mayor a menor puntuación en cuanto a la calidad de la estructura, el funcionamiento y otros elementos clave de sus consejos de administración.

Ante todo, explicamos la fuente de datos, la muestra de empresas utilizada y las variables manejadas, para después detallar la metodología aplicada y los resultados alcanzados mediante el análisis multivariante procrusteano.

3.1. Fuente de datos, muestra y variables de análisis

La base de datos para el estudio es de elaboración propia y procede de sucesivos documentos publicados por la Comisión Nacional del Mercados de Valores (CNMV) bajo el título de “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, correspondientes a los años 2015 a 2019, ambos inclusive.

Nuestra base contiene los datos de una serie de variables (es decir, atributos o características) del consejo de administración de las empresas del IBEX-35 a 31 de diciembre de cada uno de esos cinco años. En realidad, las compañías incluidas en el estudio son 34, pues para una de las empresas del citado índice no está disponible el conjunto de sus datos durante dichos años.

El Anexo 1 contiene los nombres de las compañías estudiadas. Y la relación de las 33 variables analizadas aparece en el Anexo 2.

3.2. Metodología estadística

La técnica estadística multivariante utilizada en este estudio es el análisis procrusteano generalizado, que intenta ofrecer una imagen común de unos objetos (en nuestro caso, empresas) sobre los cuales se tiene sucesivas informaciones (en nuestro caso, años).

Es decir, es una técnica multivariante para presentar una visión global de un conjunto de datos sobre los individuos investigados. Así, en el presente trabajo, los cinco años examinados son sucesivas “configuraciones”. Y se trata de ajustarlas y reconfigurarlas en torno a sus centros o puntos en común. Téngase presente de dónde proviene el nombre de análisis procrusteano. Se refiere al mito de Procrustes en la Grecia clásica. Era posadero y obligaba a los viajeros recibidos a colocarse en una cama de hierro, ajustándolos a ella. En caso de sobresalir, los recortaba hasta que cupieran, sin perder la parte principal de su cuerpo. Por tanto, se pretende encontrar un ajuste entre las configuraciones para que queden superpuestas en una imagen común de la mejor manera posible. El estudio se centra en los parámetros o características comunes más relevantes, desechando de la muestra utilizada lo “sobrante”, permitiendo así un mejor análisis al respecto.

Al buscar la mejor combinación para que las configuraciones queden superpuestas de la forma más óptima posible, se convierte un espacio n-dimensional de las 33 variables analizadas durante los cinco años en un espacio con menos dimensiones que sirve como referencia común para todas las variables. Se intenta perder la menor información posible, pero a su vez se deshecha la no necesaria, si fuera el caso. De esta forma se consigue una mejor visión global del conjunto, que va más allá de variaciones excepcionales o puntuales a lo largo de los cinco años.

El procedimiento concreto utilizado en nuestro análisis procrusteano es el algoritmo de Gower (1975). También se llama método ortogonal generalizado de Procrustes. Sirve para para dos o más configuraciones, las cuales respetan la relación de distancia entre los objetos (Camiz y Denimal, 2011; Torcida y Pérez, 2012). El *software* estadístico utilizado ha sido XLTAT.

El análisis se lleva a cabo en 3 pasos (Dijksterhuis y Gower, 1991/92; Dryden y Mardia, 1998):

- De entrada, se trasladan los centroides de las configuraciones a un lugar común para todas las variables.
- Después, se reescalan las configuraciones necesarias para encontrar la mayor similitud posible.

- Por último, se rotan las configuraciones.

3.3. Resultados del estadístico multivariante procrusteano

Hemos dicho que se trata de convertir el espacio n-dimensional de las treinta y tres variables durante cinco años en otro más reducido, con menos dimensiones, que a su vez conserve la mayor información posible. Pues bien, esto es tanto como decir que el análisis proporcione un cierto número reducido de factores, de modo similar a como se hace en un análisis factorial o de componentes principales.

El cuadro 3.1. recoge la varianza explicada por cada uno de los cinco primeros factores obtenidos, que por sí mismos alcanzan una varianza explicada acumulada total de más del 98 por ciento, sin duda muy elevada. Y se observa que, de por sí, el primer factor tiene una varianza explicada de más del 95%, suficiente para tomarlo como representativo del fenómeno estudiado. Por su parte, el Anexo 3 contiene las correlaciones entre las variables de las configuraciones del consenso inicial y los cinco primeros factores. Y el Anexo 4 detalla la varianza por configuración y por factor en porcentaje, observándose que el primer factor explica una gran varianza en cualquiera de las configuraciones (años)

Cuadro 3.1: Varianza explicada por los cinco primeros factores

	F1	F2	F3	F4	F5
Valor propio	107213,293	1878,559	1085,825	721,523	503,533
Variabilidad (%)	95,161	1,667	0,964	0,640	0,447
% acumulado	95,161	96,829	97,793	98,433	98,880

Como hemos señalado, el factor F1 conseguido tras el análisis con el programa llega a explicar el 95,16% de la varianza existente entre todas las variables estudiadas.

Por tanto, ese único factor F1 nos sirve de por sí como el índice sintético o compuesto que queríamos construir. Contiene una combinación lineal de las 33 variables del estudio y nos facilita llegar a continuación a una puntuación total para cada una de las compañías incluidas en la muestra utilizada.

Así, el *software* estadístico empleado proporciona también, finalmente, las coordenadas o puntuación total de cada una de los objetos (empresas) en cada uno de los factores tras el análisis procusteano. En el Anexo 5, parte de la izquierda, la columna D1 detalla esa puntuación en función del factor F1, siguiendo el orden alfabético del nombre de las compañías. Y ese mismo Anexo 5, parte de la derecha, tras estandarizar la puntuación para que quede situada en el intervalo entre cero y uno, ofrece una clasificación o *ranking* de las 34 empresas objeto del estudio. Las puntuaciones expresan sólo una ordenación de mayor a menor, que no puede interpretarse en términos cuantitativos de, por ejemplo, un valor doble, triple, etc., de una compañía frente a otra.

Se ve en dicho Anexo 5 que la empresa Industria del Diseño Textil S.A., más conocida como INDITEX, encabeza el *ranking*, que cierra en la parte de abajo la compañía ENDESA.

CONCLUSIONES

Durante las últimas décadas, el gobierno corporativo ha sido objeto de una atención progresivamente creciente, sobre todo en las grandes compañías y en casi en todos los países. En gran medida, ello deriva del auge, en la década de los años ochenta del siglo pasado, del modelo de empresa orientado hacia los accionistas, con su visión de la compañía como un activo financiero en manos de sus propietarios y cuyo objetivo ha de ser la creación de valor para ellos. Con el paso del tiempo, más recientemente, el modelo de empresa *stakeholder* ha ido tomando fuerza, al desarrollarse la preocupación por la responsabilidad social corporativa, lo que implica intentar defender otra forma de entender las compañías, con una orientación a la creación de valor sostenible y a largo plazo para las principales partes interesadas, así como una participación de estas, y no sólo de los accionistas, en las decisiones fundamentales.

En este marco, uno de los mecanismos más importantes del gobierno corporativo es el consejo de administración de una compañía. En la actualidad, sigue dominando la idea de un consejo de administración preferentemente orientado hacia los accionistas, aunque poco a poco se vaya recogiendo en los estatutos y reglamentos de las sociedades mercantiles la conveniencia de tener en cuenta los intereses de otros *stakeholders*, aun cuando sea de forma menos prioritaria: es lo que suele llamarse un enfoque de responsabilidad social instrumental o estratégica.

Pues bien, dentro de esta visión imperante de un consejo de administración en buena medida centrado en la creación de valor para los accionistas, el estudio de sus características viene siendo objeto de gran atención. Y los códigos de buen gobierno corporativo publicados en los diversos países incluyen recomendaciones bastante detalladas sobre sus tareas, estructura y funcionamiento, así como la remuneración de sus miembros. De hecho, en algunos casos determinadas recomendaciones han pasado a formar parte de normas de obligado cumplimiento.

Por tanto, en el presente trabajo se ha considerado relevante examinar esas recomendaciones. Y, dado que son numerosas, ha parecido de interés intentar construir un índice sintético o compuesto, para reflejar una combinación lineal de

ellas y, finalmente, calcular una puntuación total al respecto que permita ordenar a las compañías según un *ranking*.

Para ello, se ha tomado como muestra 34 de las 35 compañías incluidas en el índice bursátil IBEX 35. Partiendo de datos sobre las características o atributos de sus consejos de administración durante cinco años sucesivos (de 2015 a 2019), se ha recurrido a una técnica estadística multivariante, análisis procrusteano generalizado, para llegar a construir dicho índice sintético.

Los resultados empíricos alcanzados conducen a la identificación de un conjunto de factores capaces de explicar un alto porcentaje de la varianza contenida en los datos de partida, con la ventaja adicional de haber estudiado simultáneamente cinco años y evitar así una visión limitada que pudiera derivarse de analizar un solo año.

Entre los factores identificados, el primero de ellos, F1, explica de por sí más del 95% de la varianza. Como es habitual en los trabajos que utilizan metodologías para la construcción de índices sintéticos, entonces podemos considerarlo como el índice compuesto buscado.

Y, así, hemos llegado finalmente a ordenar en forma de *ranking* a las empresas de la muestra analizada, de acuerdo con la puntuación total proporcionada por ese índice, que es una combinación lineal de las características o variables de partida en el estudio. El *ranking* está encabezado por INDITEX, mientras ENDESA se sitúa al final.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bueno Campos, E. (2004): *El gobierno de la empresa: en busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide, Madrid.

Camiz, S. y Denimal, J.J. (2011): “Procrustes Analysis and Stock Market”, *Case Studies in Business, Industry and Government Statistics – CSBIGS*, 4, 93-100.

CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013): “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, CNMV, Madrid. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JUNIO2013.pdf [Consulta: 29/04/2021].

CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015): “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, CNMV, Madrid. Disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf [Consulta: 29/04/2021].

CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores (2020a): “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, CNMV, Madrid. Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf [Consulta: 29/04/2021].

CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores (2020b): “Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas”, CNMV, Madrid. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC_2019.pdf [Consulta: 29/04/2021].

Deloitte (2010): “El Consejo de Administración. Aspectos Prácticos”, Deloitte, Madrid. Disponible en: <https://aeef-ejecutivos.online/downloads/deloitte1.pdf> [Consulta 24/04/2021]

- Deloitte (2021): “¿Qué es el gobierno corporativo?”. Madrid. Disponible en <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html> [Consulta: 24/04/2021]
- Dijksterhuis y Gower (1991/92): “The interpretation of generalized Procrustes analysis and allied methods”, *Food Quality and Preference*, 3, pp. 67-87.
- Dryden, I.L. y Mardia, K.V. (1998): *Statistical Shape Analysis*, Wiley, Chichester.
- Fernández Izquierdo, M.A. (2014): *El gobierno corporativo como motor de la responsabilidad social corporativa*, Servei de Comunicació i Publicacions, Universitat Jaume I, Castelló de la Plana. Disponible en: <https://elibro-net.ponton.uva.es/es/ereader/uva/53258?page=29>.
- Flores Mendoza, R.L. y Cervantes Penagos, M.Á. (2019). *Evaluación del desempeño del Gobierno Corporativo*. Instituto Mexicano de Contadores Públicos. Disponible en: <https://elibro-net.ponton.uva.es/es/ereader/uva/124949?page=61>.
- González Turiel, A. (2019): “Gobierno de las Sociedades Cotizadas en España”, Universidad de Valladolid, Valladolid. Disponible en: <http://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/40271/TFG-E-811.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [consulta:14/04/2021].
- Gutiérrez Carballo, J. (2016): “El Gobierno Corporativo: la retribución de los consejeros en empresas del IBEX 35”, Universidad de Valladolid, Valladolid. Disponible en: <http://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/21947/TFG-E-324.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [Consulta: 14/04/2021].
- Gower, J.C. (1975): "Generalized Procrustes Analysis". *Psychometrika*, vol. 40, pp. 33–51.
- Montgomery, C.A. (2004). *El eslabón del consejo de administración*, Ediciones Deusto, Barcelona.

Pedrejón Bartolomé, E. (2017): "Gobierno corporativo y escándalos empresariales", Universidad de Valladolid, Valladolid. Disponible en: [file:///C:/Users/jona_/Desktop/TFG%20Ester%20Pedrejon%20ADE\(DAD E\)%20julio%202017%20versi%C3%B3n%20final%20corregida.pdf](file:///C:/Users/jona_/Desktop/TFG%20Ester%20Pedrejon%20ADE(DAD E)%20julio%202017%20versi%C3%B3n%20final%20corregida.pdf)

[Consulta: 14/04/2021]

RAE-Real Academia Española (2020): "Consejo de Administración", en *Diccionario de la lengua española*, Madrid. Disponible en <https://dpej.rae.es/lema/consejo-de-administraci%C3%B3n#:~:text=Merc.,cabo%20en%20la%20junta%20general>. [consulta 25/04/2021]

Rizo Rivas, M. (2014): "10 ventajas de tener a un consejero en tu empresa", Forbes, México. Disponible en: <https://www.forbes.com.mx/10-ventajas-detener-un-consejero-en-tu-empresa> [Consulta 29/04/2021]

Torcida, S. y Pérez, S.I. (2012): "Análisis de Procrustes y el estudio de la variación morfológica", *Revista Argentina de Antropología Biológica*, 14, pp. 131-141.

ANEXOS

Anexo 1. Muestra de empresas analizadas

Entidades	sector/industria
ACCIONA, S. A.	Construcción
ACERINOX, S. A.	Mineral, metales y transformación
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S. A.	Construcción
AENA SME, S. A.	Transporte y distribución
AMADEUS IT GROUP, S. A.	Electrónica y software
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
BANCO DE SABADELL, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
BANCO SANTANDER, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
BANKIA, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
BANKINTER, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
CAIXABANK, S. A.	Bancos y cajas de ahorros
CELLNEX TELECOM, S. A.	Telecomunicaciones y otros
CIE AUTOMOTIVE, S. A.	Mineral, metales y transformación
ENAGÁS, S. A.	Electricidad y gas
ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S. A.	Celulosa
ENDESA, S. A.	Electricidad y gas
FERROVIAL, S. A.	Construcción
GRIFOLS, S. A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
IBERDROLA, S. A.	Electricidad y gas
INDRA SISTEMAS, S. A.	Electrónica y software
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S. A.	Textil, vestido y calzado
INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S. A.	SOCIMI
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S. A.	Actividades financieras y de seguros
MAPFRE, S. A.	Seguros
MÁSMÓVIL IBERCOM, S. A.	Telecomunicaciones y otros
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S. A.	Medios de comunicación
MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL, S. A.	Ocio, turismo y hostelería
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S. A.	SOCIMI
NATURGY ENERGY GROUP, S. A.	Electricidad y gas
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S. A.	Electricidad y gas
REPSOL, S. A.	Petróleo
TELEFÓNICA, S. A.	Telecomunicaciones y otros
VISCOFAN, S. A.	Alimentación y bebidas
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S. A.	Electricidad y gas

Anexo 2. Variables utilizadas en el análisis

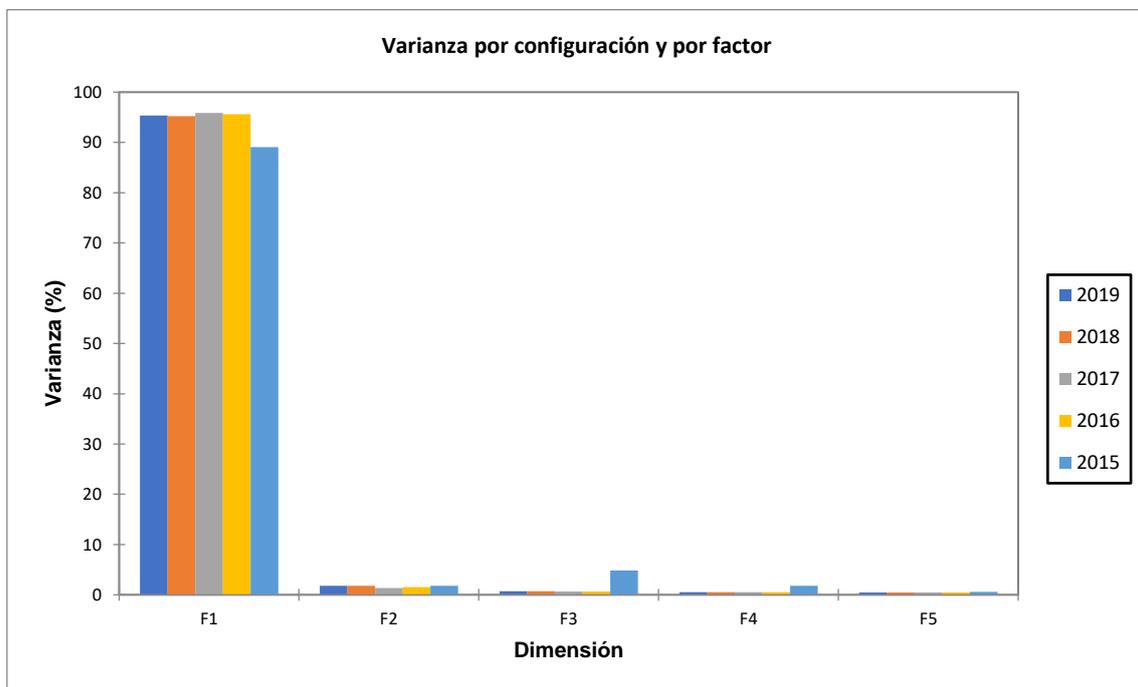
Variables de análisis	Nombre
Porcentaje de capital en manos del consejo	V1
Porcentaje de capital en manos de otros accionistas significativos	V2
Porcentaje del resto de capital	V3
Número total de consejeros	V4
Número de consejeras	V5
Número de miembros de la comisión ejecutiva	V6
Número de miembros de la comisión de auditoría	V7
Número de miembros comisión de nombramientos	V8
Número de miembros comisión de retribuciones	V9
% total de consejeros que pertenecen a otros consejos de empresas cotizadas	V10
porcentaje de participación de independientes en la comisión ejecutiva	V11
porcentaje de participación de independientes en la comisión de auditoría	V12
porcentaje de participación de independientes de la comisión de nombramientos	V13
porcentaje de participación de independientes en la comisión de retribuciones	V14
% de participación independientes en la comisión ejecutiva	V15
Número de reuniones del consejo	V16
Número de reuniones de la comisión ejecutiva	V17
Número de reuniones de la comisión de auditoría	V18
Número de reuniones de la comisión de nombramientos	V19
número de juntas generales de accionistas celebradas	V20
% capital asistente a la junta general de accionistas	V21
% capital presencia física asistente a la junta general de accionistas	V22
% capital en representación asistente a la junta general de accionistas	V23
Voto a distancia en la junta general de accionistas	V24
Requerimiento mínimo de acciones para asistencia a junta general de accionistas	V25
Política de selección	V26
Información sobre imputación o apertura juicio oral a consejeros	V27
Suficiente disponibilidad para consejo: número máximos de consejos a los que pertenece	V28
Inasistencias	V29
Programas de actualización de conocimientos	V30
Evaluación del consejo	V31
Comisión de nombramientos y de retribuciones separadas	V32
Diferimiento de la retribución variable	V33

Anexo 3. Correlaciones entre las variables de la configuración del consenso inicial y los cinco primeros factores

Variables analizadas	F1	F2	F3	F4	F5
V1	-0,175	0,027	-0,176	-0,461	0,338
V2	0,076	-0,620	-0,111	0,699	0,077
V3	0,072	0,675	0,278	-0,380	-0,388
V4	0,194	0,123	-0,003	-0,182	0,177
V5	0,001	0,352	0,092	0,093	0,061
V6	0,185	0,128	-0,179	-0,371	0,681
V7	-0,186	0,030	-0,180	-0,181	0,093
V8	-0,276	0,073	-0,009	-0,257	0,047
V9	0,174	0,801	-0,347	0,024	0,068
V10	-0,095	0,103	-0,359	-0,222	-0,268
V11	0,115	0,257	-0,204	-0,051	0,778
V12	0,116	0,590	-0,060	0,382	-0,231
V13	0,032	0,216	-0,311	0,470	-0,262
V14	0,308	0,788	-0,458	0,223	-0,015
V15	0,317	0,185	-0,155	-0,354	0,537
V16	0,337	0,084	-0,292	0,240	-0,389
V17	0,312	0,548	-0,155	-0,319	0,104
V18	0,419	0,148	-0,377	0,268	-0,256
V19	0,333	0,163	-0,375	0,125	-0,265
V20	-0,016	-0,001	-0,023	0,098	-0,302
V21	-0,079	-0,307	-0,159	0,375	0,472
V22	0,145	-0,707	-0,537	0,210	0,042
V23	-0,249	0,472	0,703	0,329	0,220
V24	0,141	0,090	0,140	-0,308	-0,352
V25	1,000	-0,008	0,007	0,000	-0,006
V26	0,260	0,286	0,069	0,264	0,082
V27	0,115	0,314	0,252	0,284	0,067
V28	0,128	0,231	-0,071	0,162	0,011
V29	0,124	0,347	0,122	0,024	-0,116
V30	0,212	0,337	0,198	0,105	-0,039
V31	-0,169	0,228	0,129	-0,230	-0,199
V32	0,294	0,805	-0,338	0,226	0,026
V33	0,052	0,314	0,000	0,090	0,040

Anexo 4. Varianza por configuración y por factor (%)

Configuración	F1	F2	F3	F4	F5
2019	95,377	1,765	0,695	0,541	0,451
2018	95,223	1,822	0,732	0,541	0,443
2017	95,864	1,320	0,682	0,513	0,480
2016	95,632	1,557	0,656	0,538	0,474
2015	89,066	1,780	4,838	1,809	0,581



Anexo 5. Coordenadas de las empresas después del análisis procrusteano y ranking

EMPRESA	D1	RESULTADO	EMPRESA	D1	RANKING
ACCIONA, S. A.	-9,681	0,106	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S. A.	51,525	1,000
ACERINOX, S. A.	-7,930	0,131	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S. A.	34,127	0,746
ACS, S.A.	7,991	0,364	ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S. A.	29,392	0,677
AENA SME, S. A.	-5,521	0,166	CIE AUTOMOTIVE, S. A.	23,644	0,593
AMADEUS IT GROUP, S. A.	-7,453	0,138	BANKINTER, S. A.	22,627	0,578
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S. A.	-10,324	0,096	FERROVIAL, S. A.	19,059	0,526
BANCO DE SABADELL, S. A.	-6,602	0,151	ACS, S.A.	7,991	0,364
BANCO SANTANDER, S. A.	-13,253	0,053	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S. A.	3,817	0,303
BANKIA, S. A.	-14,603	0,034	GRIFOLS, S. A.	-3,090	0,202
BANKINTER, S. A.	22,627	0,578	ENAGÁS, S. A.	-5,009	0,174
CAIXABANK, S. A.	-9,820	0,104	AENA SME, S. A.	-5,521	0,166
CELLNEX TELECOM, S. A.	-8,477	0,123	BANCO DE SABADELL, S. A.	-6,602	0,151
CIE AUTOMOTIVE, S. A.	23,644	0,593	NATURGY ENERGY GROUP, S. A.	-7,054	0,144
ENAGÁS, S. A.	-5,009	0,174	AMADEUS IT GROUP, S. A.	-7,453	0,138
ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S. A.	29,392	0,677	ACERINOX, S. A.	-7,930	0,131
ENDESA, S. A.	-16,906	0,000	INDRA SISTEMAS, S. A.	-8,230	0,127
FERROVIAL, S. A.	19,059	0,526	CELLNEX TELECOM, S. A.	-8,477	0,123
GRIFOLS, S. A.	-3,090	0,202	MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL, S. A.	-8,717	0,120
IBERDROLA, S. A.	-9,281	0,111	MAPFRE, S. A.	-8,992	0,116
INDRA SISTEMAS, S. A.	-8,230	0,127	IBERDROLA, S. A.	-9,281	0,111
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S. A.	51,525	1,000	ACCIONA, S. A.	-9,681	0,106
INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S. A.	3,817	0,303	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES, S.A.	-9,700	0,105
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES, S.A.	-9,700	0,105	CAIXABANK, S. A.	-9,820	0,104
MAPFRE, S. A.	-8,992	0,116	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S. A.	-10,324	0,096
MÁSMÓVIL IBERCOM, S. A.	-10,423	0,095	MÁSMÓVIL IBERCOM, S. A.	-10,423	0,095
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S. A.	34,127	0,746	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S. A.	-11,116	0,085
MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL, S. A.	-8,717	0,120	BANCO SANTANDER, S. A.	-13,253	0,053
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S. A.	-11,116	0,085	BANKIA, S. A.	-14,603	0,034
NATURGY ENERGY GROUP, S. A.	-7,054	0,144	ENDESA, S. A.	-16,906	0,000