

**Consejos de Administración:**  
**Poder, Realidad, Incentivos y Creación de Valor**

Fernando del Pino Calvo-Sotelo

Febrero 2019

## 1. Presentando al elefante en la habitación

Siempre es difícil generalizar al hablar de Consejos de Administración porque hay muchos tipos de empresas diferentes en función de su composición accionarial, desde las grandes empresas cotizadas con el capital atomizado y un equipo de Dirección que campa por sus respetos hasta empresas donde apenas existe problema de agencia porque cuentan con un accionista mayoritario que además es el gestor, o empresas familiares con distintas ramas y directivos ajenos a la familia en las que ningún miembro del Consejo tiene una participación significativa. Todos estos Consejos tienen cosas en común, pero también existen diferencias relevantes entre unos y otros. También existen diferencias de peso entre las prácticas del mundo anglosajón y las prácticas de la Europa continental o Asia. Por ello, es inevitable que algunas de estas reflexiones, que entiendo aplican a la mayoría de Consejos, dejen fuera casos particulares.

El poder último de la empresa radica en la propiedad, pero en las empresas en las que propiedad y gestión están separadas, una Junta de Accionistas celebrada una sola vez al año para juzgar y supervisar la marcha del negocio resulta a todas luces insuficiente, por lo que los accionistas consideran conveniente establecer un órgano de gobierno delegado que mantenga dicha labor de control a lo largo del año. De aquí surge el Consejo de Administración, en el que los supuestos representantes de los accionistas se reúnen con mayor frecuencia y tienen acceso a un mayor nivel de información, aunque en esta representación se haya producido un cambio tan sutil como sustancial: en la Junta de Accionistas la fuerza del voto viene determinada por el porcentaje que se posee de la sociedad y cada accionista limita su responsabilidad a su participación; en el Consejo de Administración, por el contrario, un hombre es un voto, por lo que el consejero adquiere un gran poder. Paralelamente, se ve obligado a responsabilizarse por las decisiones colectivas respondiendo incluso con su patrimonio (a menos que haya votado expresamente en contra).

Decía Yogi Berra que “en teoría no hay diferencia entre la teoría y la práctica, pero en la práctica sí la hay”, y el Profesor Negro describe los tiempos actuales como “una época racionalista inclinada a despreciar la realidad”. Sin duda, la cuestión del gobierno corporativo es un ejemplo palmario de desprecio a la realidad en el que la teoría y las regulaciones se aferran a legalismos que poco tienen que ver con la tozuda realidad, porque la realidad es tan compleja que a menudo escapa de encasillamientos y definiciones cerradas. Por ejemplo, en teoría el Consejo de Administración ostenta toda la autoridad; en la práctica, esto no es así. ¿Cuántas propuestas de la Dirección son tumbadas por el Consejo de Administración? En teoría es el Consejo de Administración quien elige al CEO, pero luego es el CEO el que elige a los miembros del Consejo de Administración. ¿Cuántos Consejos de Administración cesan a su CEO? El tema se enreda aún más. Existe una norma inmutable que dicta que autoridad y responsabilidad deben ir siempre de la mano. En efecto, si soy responsable de unos resultados, debo tener autoridad para poder influir en dichos resultados. Y si tengo autoridad para modificar la realidad, debo responsabilizarme de los resultados que se derivan de mis decisiones. Cuando esta regla se rompe normalmente ocurren cosas malas. Véase el caso del político o el burócrata quienes, dotados de enorme autoridad y protegidos tras la sombra del Estado y de una maraña inabarcable de normas, cuyas acciones u omisiones pueden arruinar a un individuo, a una empresa o a un país y que, sin embargo, carecen en absoluto de

responsabilidad legal ni patrimonial alguna. La pifian y se van de rositas, lo que no incentiva precisamente un comportamiento responsable. Pues bien, en el extremo contrario encontramos la figura del Consejo de Administración que, a pesar de carecer a menudo de autoridad real, de *potestas* (y generalmente también de *auctoritas* a los ojos de los ejecutivos, que lo ven con cierta superioridad), legalmente es quien formula las cuentas (¡vaya despropósito!) y quien tiene toda la responsabilidad patrimonial (hasta casi romper el velo societario) e incluso penal.

En este entorno en el que el Gobierno Corporativo camina completamente despegado de la realidad, el mundo académico y la interminable regulación de gobierno corporativo no suelen hacer hincapié en la figura primordial del Consejo, que es aquel individuo que ostenta el poder, al que denominaré el *power-holder*. Es, sin duda, el elefante en la habitación. El *power-holder* normalmente alcanza su posición por uno de estos cuatro motivos: por ser un accionista significativo de la empresa, por ser un ejecutivo de éxito, por ser un ejecutivo con apariencia de éxito (caso más frecuente de lo que se cree, en el que la fama no está respaldada por un escrutinio cuidadoso de los datos) o, simplemente, por haber sido nombrado sucesor por el anterior *power-holder*.

Como estructura de poder, parece natural que en la empresa aplique la Ley de Hierro de la Oligarquía (tan bien desarrollada por el Profesor Dalmacio Negro), que defiende que en cualquier organización y bajo cualquier sistema de gobierno el poder siempre recae en unos pocos. Napoleón iba más allá: “las grandes asambleas se reducen a camarillas, y las camarillas, a una persona”. Y la escritora y filósofa Ayn Rand, en su novela El Manantial, ponía en boca de un personaje una definición quizá excesivamente descarnada de un Consejo de Administración: “uno o dos hombres ambiciosos y mucho lastre”. El poder, en definitiva, tiende a concentrarse en una persona y, en el caso del Consejo de Administración, llamaremos a esa persona sencillamente el *power-holder*. Esto nos lleva al principio fundamental del Gobierno Corporativo: el Consejo de Administración funcionará si el *power-holder* quiere que funcione, y no funcionará si el *power-holder* no quiere que funcione, y generalmente el *power-holder* no quiere que funcione.

En este pequeño ensayo desarrollaremos varios conceptos alrededor de esta figura. Comenzaremos por el problema de agencia, el mayor reto al que se enfrenta todo Consejo de Administración, para luego enfatizar la dificultades a las que en la realidad se enfrentan los Consejos para operar de forma eficaz como un equipo, tales como los sistemas de incentivos, las meteduras de pata del regulador al establecer categorías rígidas de consejeros y canonizar al consejero (supuestamente) independiente y el reto de evitar el Pensamiento de Grupo. Por último, comentaremos aquellos campos en los que el Consejo, a pesar de todos estos obstáculos, puede aportar gran valor a la empresa.

## 2. Problema de agencia, conflictos de interés y riesgos asimétricos

En la mayor parte de las grandes empresas propiedad y gestión están separadas, y los accionistas sienten la necesidad de supervisar y controlar a la Dirección. ¿Por qué? Por el problema de agencia, esto es, el potencial conflicto de interés entre ambos. Desde que en 1974 Michael Jensen acuñara este término, este conflicto de interés está tan documentado y es tan evidente que cuesta creer que siga siendo políticamente incorrecto mencionarlo. Jensen definía la relación de agencia como aquella “en la que una o más personas (los principals o mandantes) contrataban a otra (el agente o mandatario) para realizar un servicio que incluía delegar alguna autoridad sobre toma de decisiones al agente, y afirmaba con formas aterciopeladas que “hay buenas razones para creer que el agente no actuará siempre en el interés del principal”, por lo que éste buscará establecer sistemas de supervisión e incentivos para limitar ser dañado por esta divergencia de intereses. Los costes de agencia serán entonces la suma de los costes de supervisión, del coste de los incentivos y de la pérdida de valor o utilidad que, a pesar de lo anterior, sufre el principal cuando el agente elige sus intereses en caso de conflicto.

Pero Jensen no descubrió nada que no fuera evidente hace ya 2.000 años, puesto que el problema de agencia no es más que un reflejo de la naturaleza humana. En aquella época, Jesús recorría Israel hablando en parábolas para que la gente pudiera comprender con más facilidad Su mensaje, y esos relatos contenían elementos cotidianos del día a día del pueblo judío. Recordemos una de ellas: “El buen pastor da su vida por las ovejas. Pero el asalariado, que no es pastor, a quien no pertenecen las ovejas, ve venir al lobo, abandona las ovejas y huye, y el lobo hace presa en ellas y las dispersa, porque es asalariado y no le importan nada las ovejas”. Y en otra, un administrador infiel retocaba la contabilidad perjudicando al propietario para beneficiarse él. En efecto, la Dirección tiene intereses propios que en muchas ocasiones chocan frontalmente con los intereses de los accionistas. En primer lugar, de forma obvia, unos cobran y los otros pagan. Unos querrán cobrar más y los otros pagar menos, digo yo. En segundo lugar, el accionista tiene *downside risk* patrimonial, esto es, puede perder su patrimonio si la empresa va mal o si, en el peor de los casos, quiebra. El directivo, no: su *downside risk* es profesional (por pérdida de empleo, generalmente temporal) y reputacional (aún más efímero que el anterior), pero en cualquier caso su mapa de rentabilidad-riesgo es completamente asimétrico: si gano, gano mucho, si pierdo, pierdo poco. Pero el directivo no pierde su patrimonio, no se arruina. Es más: en muchos casos logra eliminar su riesgo profesional con pensiones desproporcionadas, contratos “blindados” o *Golden parachutes* que casi le hacen desear ser despedido. Como bien recordaba Herbert Allen, discretísimo fundador y Presidente del muy particular banco de inversión Allen & Co, el verdadero socio es aquel que comparte *downside risk*.

En efecto, compartir *downside risk* es el alineamiento de intereses fundamental para reducir el riesgo de agencia. Ya en el 1.700 a.C. el Código de Hammurabi se aseguraba de que la calidad de la construcción fuera excelente con un expeditivo sistema de incentivos: “Si un albañil hace una casa a un hombre y no consolida bien su obra y la casa que acaba de hacer se derrumba y mata al dueño de la casa, ese albañil será ejecutado. Si muere un hijo del dueño de la casa, que ejecuten a un hijo de ese albañil”. Era bien sencillo: el albañil compartía *downside risk*. Cuando el rey era el que conducía personalmente a sus tropas al combate colocándose al

frente de las mismas, se pensaba mucho las cosas antes de enviar a su pueblo a la lucha. Decididamente, no es lo mismo que declarar la guerra desde el sillón de un palacio presidencial a miles de kilómetros del frente de batalla. Cuando el rey era el que personalmente financiaba las guerras, analizaba cuidadosamente todos los escenarios posibles desde el punto de vista de la prudencia. No es lo mismo que reclutar bajo coacción a unos jovencitos con una paga testimonial que además no desembolsa quien les envía a matar y morir. Otro ejemplo es el de los capitanes de barco, que deben ser los últimos en abandonarlo en caso de irse a pique, o el de los pilotos de un avión. ¿Estarían ustedes igual de cómodos viajando en barco o en avión si el responsable de gobernar el barco o pilotar el avión se encontrara tranquilamente en tierra manejando los controles por control remoto? Sin duda, compartir *downside risk* reduce el riesgo. De forma chocante, los sistemas de remuneración “modernos”, en vez de corregir la asimetría, la agravan. Un caso evidente son las opciones sobre acciones que se pusieron de moda con el mercado alcista de los noventa, en las que sólo cabe ganar. Quede claro que yo creo firmemente en el poder incentivador de compartir generosamente los beneficios que puedan atribuirse a una acción individual extraordinaria (la evolución de la acción escapa en gran medida de este requisito), pero también las pérdidas; abogo por compartir el éxito, pero también el fracaso; la recompensa, pero también el riesgo. El buen consejero contribuye a reducir el problema de agencia, y no a agravarlo. Defiende, así, los intereses de los accionistas y no a la Dirección, aunque el *power-holder* pertenezca a ésta.

El problema de agencia entre accionistas y Dirección tiene otro componente de asimetría además de la asimetría de beneficios y pérdidas: la asimetría de información. En efecto, la Dirección tiene muchos más datos sobre la marcha del negocio y los potenciales riesgos que el Consejo de Administración y la Junta de Accionistas. La labor del buen consejero, en este caso, es no dejarse intimidar por el superior conocimiento del negocio de la Dirección, sino exigir la información necesaria para poder tomar una decisión y confiar en su sentido común y en su propia experiencia aplicando siempre una ligera capa del sano barniz del escepticismo. La calidad del reporting al Consejo, el envío anticipado de la información, la dedicación proporcional del tiempo en las reuniones según la importancia de la decisión son factores esenciales para atenuar la inevitable asimetría de información.

La unión hace la fuerza. Cuanto más atomizado esté el capital menor poder tendrán los accionistas para supervisar con eficacia la gestión de la Dirección. De hecho, Michael Porter, el especialista de Estrategia Corporativa de Harvard, hablaba de que “el instinto natural de muchos gerentes es buscar una propiedad fragmentada para preservar su independencia de los propietarios en la toma de decisiones”. En este sentido, en las últimas décadas se ha producido lo que yo llamo “la muerte del propietario”. Las grandes empresas cotizadas carecen de accionistas de referencia y tienen el capital enormemente atomizado y, aún peor, como denunciaba Porter, los accionistas se han convertido en accionistas transeúntes: “Quizá la debilidad más básica del sistema estadounidense es la propiedad transitoria, en la que las instituciones propietarias se ven atraídas por los beneficios a corto plazo, no quieren invertir en la comprensión de las perspectivas fundamentales de las empresas y no pueden y no quieren trabajar con las empresas para construir el largo plazo”. La existencia de accionistas a corto plazo plantea una interesante pregunta: ¿A qué accionistas representa el Consejo? Porque las decisiones que son buenas para algunos accionistas pueden resultar malas para otros. La retórica común sobre temas de gobierno corporativo asume que los accionistas

tienen intereses a largo plazo en la compañía, pero vemos que esto es crecientemente falso. Con una gran parte de los accionistas enfocados en corto plazo, el Consejo debe comportarse como si los accionistas a los que representa fueran accionistas a largo plazo. Curiosamente, esta ficción haría que el Consejo se convirtiera en un tercer actor independiente en el gobierno corporativo, aparte de los gerentes y los accionistas.

La muerte del propietario (por la atomización del capital y por el cortoplacismo actual) está correlacionada con el absurdo aumento en la remuneración de los CEOs, que en EEUU han pasado de cobrar en 1960 una media de aproximadamente 20 veces el sueldo medio de sus trabajadores a 360 veces hoy, creándose incluso la sobrevalorada figura del *CEO-celebrity*. Dado que las compañías norteamericanas no se gestionan hoy de manera más eficiente que hace 40 años (el ROA, por ejemplo, ha caído significativamente) y que el salario del CEO (ajustado a tamaño y sector) exhibe una correlación negativa con la rentabilidad subsiguiente para el accionista (cuanto más se paga al CEO, peor le va al accionista en los siguientes cinco años), yo sugeriría que en la correlación existente entre la muerte del dueño y el abuso en la paga de los CEOs (si se me permite la expresión) subyace una relación de causalidad: básicamente los CEOs se han multiplicado por 13 el sueldo a ellos mismos porque no había ningún contrapoder que les pusiera coto, porque no existía un dueño claro y los dueños no tenían quien defendiera sus intereses. Así, algunos CEOs de hoy tienen la recompensa económica de los empresarios de ayer sin haber corrido su riesgo. Aunque este es un fenómeno fundamentalmente norteamericano, la hiperinflación de los salarios de los ejecutivos también afecta, en diferente medida, a Europa y a España, sobre todo en (pero no limitado a) empresas del Ibex donde no hay accionistas de referencia (grandes bancos, eléctricas, etc.).

### 3. ¿Son los consejeros independientes realmente independientes?

Como suele ocurrir cuando el regulador tiene vocación mesiánica, la regulación crea una realidad virtual políticamente correcta plagada de estereotipos, lugares comunes y simplificaciones bastante burdas que encorseta la realidad mostrándose incapaz de reflejar la complejidad del mundo real, la verdad de la dinámica de poder (por incómoda que ésta sea) y la psicología del ser humano. Extrañamente se asigna al regulador una inteligencia suprema y una rectitud de intención beatífica con la que se digna ordenar el mundo del resto de nosotros. Regulación y realidad caminan por senderos paralelos y distintos. Frecuentemente, y con las consabidas excepciones, la regulación sirve para que los burócratas y políticos aumenten su poder arbitrario y para que las eventuales responsabilidades se depuren con rapidez de acuerdo a la aplicación legalista de la ley (estableciendo relaciones causa-efecto rígidas y frecuentemente ajenas a la verdad, a la justicia y al sentido común). Esto lleva a que parezca que el cumplimiento escrupuloso de la letra de la ley es sinónimo de buenas prácticas de gobierno corporativo. Nada podía estar más lejos de la realidad.

La primera distinción que hace la norma entre consejeros internos y externos resulta indiscutible por obvia: los primeros forman parte del equipo directivo de la compañía y los segundos, no. Luego, el regulador se anima y empieza a interpretar la realidad a su manera creando la figura del consejero independiente, del dominical y del ejecutivo. Miguel Ángel Gallo, catedrático emérito del IESE y que me dio la mejor definición de estrategia que he oído jamás y que mencionaré más tarde, plantea en un interesante libro una clasificación de consejeros más acorde a la realidad: consejeros floreros (cuyo activo es un nombre con pompa y esplendor); yes-men (que se dedican a decir siempre sí al power-holder); seguidores (personas con contactos, especialmente ex políticos); independientes con *auctoritas* (los verdaderamente útiles).

Pero volvamos a nuestra regulación. La norma lo deja claro: los buenos son los independientes, los dominicales son sospechosos y los ejecutivos son inevitables. Para definir al bueno del consejero independiente la ley española se enfrasca en una definición negativa (lo que no es) que, fiel a la pesadísima tradición del legislador español, intenta ser exhaustiva. Yo sería más sobrio. Cuando en “Lo que el viento se llevó” Rhett Butler (Clark Gable) decide abandonar definitivamente a la manipuladora Escarlata O’Hara (Vivian Leigh), ésta hace un último intento de convencerle, en el umbral mismo de su casa, para que no le deje: “Si te vas, ¿adónde iré yo, qué podré hacer?” Imperturbable, Clark Gable le responde: “*Frankly, my dear, I don’t give a damn*” antes de girarse sobre sus talones y desaparecer entre la niebla. En España lo tradujeron de forma timorata como “francamente, querida, eso no me importa”, cuando lo correcto habría sido “francamente, querida, me importa un carajo”. El consejero verdaderamente independiente es el que es capaz de soportar imperturbable los intentos de persuasión o la presión para votar sí y de decir: “francamente, querida, me importa un carajo”.

¿De quién es independiente el independiente? El legislador, centrado en las compañías cotizadas con escasos accionistas significativos, ha querido que el independiente sea el caballero defensor del “capital flotante”, de los pequeños accionistas o de los accionistas no tan pequeños que van y vienen y, sobre todo, que sea independiente de ese dominical tan sospechoso. ¿Pero qué problemas tiene el consejero independiente? En primer lugar, el

independiente casi nunca es independiente de quien le nombra, evidentemente, y quien le nombra es el *power-holder*, que suele ser ejecutivo. Por lo tanto, lo que ha creado la figura del independiente es un aumento del poder de los ejecutivos en los Consejos y una extraña demonización, posiblemente de origen ideológico, de los consejeros dominicales, o sea, de los propietarios de la empresa (¿malvados capitalistas, quizá?), de modo que, aun cumpliendo con la letra de la ley, la mayoría de Consejos distan mucho de estar equilibrados o de cumplir satisfactoriamente con su deber de supervisión. Yo apenas he conocido consejeros independientes que realmente lo fueran. Abundan, de hecho, los yes-men. Sí que he encontrado diferencias de matiz, si me permiten la ironía: unos son independientes amateurs, que muestran abiertamente su sumisión al *power-holder*, y otros son independientes en serie (de profesión, consejero independiente), verdaderos profesionales que, bajo una trabajada capa dialéctica y unas formas irreprochables, son capaces de comenzar poniendo de manifiesto su oposición a una operación con aparente objetividad para terminar, quince minutos más tarde y por arte de birlibirloque, votando a favor de la misma con renovado entusiasmo. En segundo lugar, el consejero independiente cobra emolumentos, en ocasiones elevados, por su pertenencia al Consejo de Administración. ¿Cómo va a poder decirle “francamente querida, me importa un carajo” a la que puede ser su principal fuente de renta o de prestigio social? A mi modo de ver hay dos tipos de consejeros verdaderamente independientes: aquel que reúne un temperamento adecuado, unos valores llenos de virtudes y unas circunstancias determinadas, o sea, unos requisitos personales muy particulares y, con carácter más general, el consejero dominical que, como accionista, tiene *downside risk*, defiende su patrimonio y toma las decisiones que, acertadas o equivocadas, buscan aumentar el valor de su participación. Con ello no quiero decir, lógicamente, que el dominical esté exento de errores de juicio ni que, en ocasiones, actúe de forma autolesiva hasta el extremo de perjudicar a la empresa y a sí mismo, sino que tiene un incentivo racional evidente para defender los intereses de los accionistas, puesto que coinciden con los suyos. El consejero dominical no debe su nombramiento a nadie, sino a su participación accionarial, y procurará no poner en riesgo su dividendo, su principal o la potencial revalorización de la acción, y desde luego no lo hará a cambio de su sueldo como consejero o del status que le acompaña. Un buen consejero, por tanto, se representa a sí mismo como accionista o a los accionistas en general, pero nunca al equipo directivo o al *power-holder*.

¿Qué porcentaje de propuestas de la Dirección son rechazadas por el Consejo de Administración? Desde luego que esa cifra tiene que ser por lo natural baja, puesto que la relación entre Dirección y Consejo, dentro de una prudente distancia emocional, debe ser de cooperación y no antagónica, pero posiblemente la cifra real sea cercana a cero. La razón es muy sencilla: decir no es más difícil que decir sí, a nuestros hijos, a nuestras mujeres y al *power-holder*; traer buenas noticias es mejor que traerlas malas. Desde el albor de los tiempos, está en la naturaleza humana maltratar a quien porta malas noticias, y qué peor noticia que saber que puedo estar equivocado, y encima que se me comunique en público. Plutarco, en sus *Vidas Paralelas* de Cimón y Lúculo (100 d.C.) narra la guerra que libran las legiones del cónsul romano Lucio Licinio Lúculo contra el rey de Armenia, Tigranes, que se había negado a entregar a Roma a Mitídrates, rey del Ponto y a la sazón su suegro, quien había buscado asilo en Armenia. Inocentemente, Tigranes mantenía la confianza de que su negativa no iba a acarrearle un ataque de Roma, por lo que Plutarco nos cuenta que “al primero que le



anunció la venida de Lúculo le cortó la cabeza, con lo que ninguno otro volvió a hablarle palabra, sino que permaneció en la mayor ignorancia (...) no escuchando sino el lenguaje de la lisonja". Shakespeare, en Antonio y Cleopatra (1606) nos muestra una escena en la que un mensajero le trae a Cleopatra la infeliz noticia de que su amado Marco Antonio se ha casado con Octavia. Cleopatra monta en cólera y lo derriba a golpes: "¡Así te lleve la peste más infecta! ¡Fuera, vil infame, o te saco los ojos y les doy puntapiés, te arranco el pelo! ¡Haré que te azoten con alambres y te cuezan en salmuera a fuego lento!" La genial respuesta del templado mensajero no puede dejar de arrancarnos una sonrisa: "Regia dama: yo sólo traigo la noticia, no hice la boda".

El buen consejero es el que sabe decir "no" por los motivos adecuados y afirmar tranquilamente "creo que estáis equivocados porque estos son los datos y éste mi razonamiento lógico", votando de forma coherente con su opinión (¡tantos consejeros dicen que algo no les gusta y luego votan a favor!). El buen consejero escucha a Epicteto, filósofo estoico del s. I d. C: "Cuando intentamos agrandar a los demás, nos encontramos mal dirigidos hacia lo que está fuera de nuestra área de influencia. Al hacerlo perdemos el dominio sobre el propósito de nuestra vida. Confórmate con ser un buscador de la verdad".

Dentro de la categoría de independientes, el regulador menciona de pasada que deben tener "diversidad de conocimientos y experiencias". Sin embargo, uno de los errores más comunes del *power-holder* que pretende crear un Consejo de buena fe es crear un Consejo-Arca de Noé que se asemeje a una paleta de pintor con todos los colores: el abogado, el banquero, el técnico, la mujer o el extranjero. Naturalmente es imprescindible que el consejero tenga las ideas adecuadas sobre el mundo de la empresa y del dinero (si se acompaña de cierto conocimiento de la compañía y el sector, estupendo), y también sobre la naturaleza humana, las dinámicas de poder y el trabajo en equipo, pero el criterio fundamental a la hora de elegir consejero es que tenga el carácter adecuado y muestre un crisol de virtudes, puesto que si se necesita encontrar profesionales de prestigio para cuestiones técnicas puntuales, la empresa siempre puede contratarlos ad hoc. Hace 2.200 años, el sabio libro bíblico del Eclesiástico (escrito en el 180 a.C.) prevenía sobre la importancia de la elección de consejero: "Todo consejero da consejos, pero hay quien aconseja en su interés. Ten cuidado con el consejero, entérate primero de qué necesita, porque en su propio provecho te aconsejará. No te aconsejes con una mujer sobre su rival, con un cobarde sobre la guerra, con un negociante sobre el comercio, con un comprador sobre la venta, con un envidioso sobre la gratitud, con un tacaño sobre la generosidad, con un perezoso sobre trabajo alguno, con un empleado eventual sobre el fin de una obra". Y terminaba haciendo una recomendación que se apoyaba sobre los dos pilares, el de los valores personales y el de compartir *downside risk*: "Recorre siempre a un hombre piadoso, de quien sabe seguro que guarda los mandamientos, que comparte tus anhelos y que si caes, sufrirá contigo."

El *power-holder* acertará si busca a ese consejero sabio y leal, pero no leal a él, sino a la verdad y a los accionistas de la empresa, y hará bien si también busca en el consejero cualidades que puedan completar sus carencias psicológicas y emocionales: si es impetuoso, buscará al calmado, si es timorato, al audaz, si es temerario, al prudente, si es analítico, al sintetizador, si se enfoca miopemente en el detalle, a aquel que tenga visión global y horizonte a largo plazo.

#### 4. Incentivos, virtudes personales y pensamiento de grupo

Hemos mencionado algunas características del buen consejero. Sin embargo, conociendo la naturaleza humana, no podemos exigir comportamientos heroicos. El sistema de incentivos del consejero debe sostener sus virtudes y no socavarlas. En los consejeros dominicales, el incentivo fundamental es que se juegan su propio patrimonio, como el resto de los accionistas. Tienen, como hemos visto, *downside risk*, y sin menosprecio de sus virtudes personales, apoyarán decisiones y conductas que, a su leal saber y entender, conduzcan al aumento del valor de la empresa y, por ende, de su participación. Pero existen incentivos importantísimos que afectan a todos los consejeros y que pueden contribuir a que el Consejo funcione o, por el contrario, asegurarse que no funcione. Y aquí volvemos a la regla fundamental del gobierno corporativo: el Consejo funcionará si el *power-holder* quiere que funcione, y no funcionará si el *power-holder* no quiere que funcione, y generalmente el *power-holder* no quiere que funcione. En efecto, para que funcione el Consejo, el *power-holder* deberá ceder parte de su poder en nombre de la mejor marcha de la compañía. Aquí entran en juego los valores, puesto que, como en cualquier campo de la vida, en los Consejos de Administración caben las virtudes: humildad, valor, serenidad, magnanimidad, paciencia, prudencia, justicia, bondad y el respeto a la verdad. De hecho, la búsqueda sincera de la verdad y no el enfrentamiento sofista que sólo busca una pírrica victoria dialéctica es una de las claves del buen Consejo de Administración. El *power-holder* deberá responder con sus virtudes y con un correcto sistema de incentivos que arrope y promueva el despliegue de virtudes de sus consejeros. El primer incentivo es que todo consejero se sienta con absoluta libertad de manifestar cualquier opinión. La libertad de debate debe ser real e ir más allá: el *power-holder* deberá fomentar la opinión disidente, premiándola en vez de castigándola, para animar a todos, y para lograrlo deberá muchas veces vencerse a sí mismo, puesto que los rasgos de carácter que le han ayudado a alcanzar su posición como *power-holder* son frecuentemente antitéticos respecto a lo que requiere la buena conducción de un Consejo.

El sistema de incentivos tendrá también que afrontar la amenaza del “Pensamiento de Grupo”, desarrollado por el psicólogo de Yale Irving Janis en su famosa obra *Groupthink* (1972). En ella trataba de responder al por qué grupos de personas inteligentes tomaban decisiones estúpidas, particularmente en el mundo político y militar (como el fracaso del gobierno de los EEUU en Bahía Cochinos, Cuba), pero que posteriormente lo aplicó al mundo civil y empresarial. Denominó a esta enfermedad de la toma de decisiones “Pensamiento de grupo”, enfermedad que tenía varios síntomas. Si el *power-holder* quiere que el Consejo funcione, más le vale conocer estos síntomas y combatirlos. Mencionaré tres:

- ilusión de invulnerabilidad, que lleva al grupo a asumir riesgos extraordinarios, a sobrevalorar sus capacidades y a despreciar las señales de alarma;
- presión a todo aquel miembro del grupo que exprese dudas o cuestione la validez de los argumentos aportados por la mayoría
- autocensura de los miembros que pudieran albergar dudas sobre la posición de consenso, los cuales minimizan sus dudas o se mantienen en silencio para evitar ser linchados.

Las decisiones tomadas bajo el Pensamiento de Grupo tienen también una serie de características que suelen tener carácter indiciario sobre la génesis enferma de la decisión. Estas decisiones enfermas parten de un proceso de decisión defectuoso en el que el grupo no ha definido bien sus objetivos, ha limitado el número de alternativas posibles, se niega a reconsiderar su decisión cuando aparecen nuevos datos negativos que no se habían considerado originalmente, realiza una pobre búsqueda de información de fuentes independientes (y, cuando lo hace, aplica siempre un sesgo de confirmación valorando sólo la información que apoya sus tesis y despreciando la opuesta), y finalmente realiza un análisis muy pobre de los riesgos asumidos y de los obstáculos que puedan encontrarse en la ejecución de sus planes, lo que le lleva a no contemplar planes de contingencia.

¿Cómo puede el líder remediar esta enfermedad del Pensamiento de Grupo? Janis propone varios remedios, pero el principal es que el líder anime la libertad de debate creando incluso la figura del abogado del diablo, acepte e incluso espolee la crítica a sus propios juicios para evitar el retraimiento de los miembros del grupo y evite exponer con total claridad al principio sus propias opiniones para no condicionar las de los demás. Este sistema de incentivos tiene sus limitaciones. Si un consejero depende para su sustento del sueldo de consejero o de los contactos que le procura, o si su puesto en el Consejo es clave para la imagen que tiene de sí mismo o para el mantenimiento de su estatus social, jamás se arriesgará a perderlo independientemente de la buena fe con que pueda actuar el *power-holder*. Y, por otro lado, si el Consejo se ve inmerso en una lucha de poder (frecuente cuando la autoridad del *power-holder* ha sido debilitada por graves errores de juicio o cuando ha desaparecido sin sucesor claro, creando un vacío de poder), o si en él arraigan filias y fobias personales que producen continuas disputas, la emocionalidad impedirá su funcionamiento efectivo por muy bueno que sea el sistema de incentivos, que están diseñados, por definición, para el comportamiento racional.

Todo lo dicho para los incentivos para el consejero aplica para los incentivos del propio *power-holder*. En este sentido, el mejor *power-holder* es el accionista relevante con conocimientos cuyos intereses accionariales eclipsan cualesquiera otros que puedan tentarle, y que posee la suficiente seguridad en sí mismo, humildad y nobleza como para abajarse voluntariamente y compartir su poder para el bien común de todos los accionistas, incluyendo él mismo, y de la empresa en su conjunto.

## 5. ¿Dónde puede aportar valor el Consejo en el mundo real?

Después de manifestar todos los obstáculos que encuentra el buen funcionamiento del Consejo de Administración podría pensarse que muestro un severo escepticismo hasta el punto de considerar imposible que un Consejo pueda aportar valor a la empresa. Nada más lejos de la realidad: aceptando que la eficacia real de los Consejos tiene límites insuperables, creo sinceramente que un buen Consejo puede ser un activo extraordinario para una sociedad y que es una gran pérdida que la inmensa mayoría de los mismos sean inoperantes. El Consejo puede aportar valor en los cinco campos principales señalados por el primer informe de gobierno corporativo de España presentado a la CNMV en 1998 (mucho mejor que los posteriores) como “núcleo de las facultades indelegables del Consejo de Administración”:

1. Aprobación de las estrategias generales de la sociedad: no deja de ser tan gracioso como realista que el informe hable de aprobar, no de decidir, ni siquiera de discutir. Sobre la estrategia empresarial mucho se ha escrito. De hecho, la palabra estrategia mola. Se han hecho incluso comparaciones con la estrategia militar desde Sun-Tzu hasta Von Clausewitz, lo que habla más de los sueños napoleónicos de algunos CEOs (y de la imaginación calenturienta de muchos consultores) que de cualquier atisbo de similitud serio entre la competencia empresarial y la guerra. La mejor definición teórica de estrategia empresarial, en mi opinión, la dio Michael Porter en un conocido artículo del Harvard Business Review con esa sencillez propia de la genialidad: “*Strategy is about being different*”. La estrategia trata de que la empresa sea diferente a la competencia, ya sea por una ventaja en costes o por diferenciación del producto o servicio según es percibido por el cliente. En resumen, estrategia es todo aquello que dificulta la acción de los competidores. Sin embargo, la mejor definición práctica de estrategia me la dio Miguel Ángel Gallo, antes citado. Él la llama Las Tres Ps: *Preferencias Personales de quien tiene el Poder*. Por lo tanto, es raro que sea el Consejo el que establezca lo que el *power-holder* y el equipo de dirección entienden por estrategia (que, por otro lado, no suele tener mucho de estrategia). Más bien podrá redefinir, moldear, tornear, limitar y cuestionar algunos aspectos de la misma. Es una labor limitada, sin duda, pero esencial si logra plantear un protocolo racional y bien definido de toma de decisiones, planteando bien el problema y los objetivos, contemplando todas las alternativas y las consecuencias, dejando espacio para los obstáculos sobrevenidos y el factor suerte y evitando infravalorar a los competidores. El Consejo puede también ser de gran utilidad ayudando a enfocar a la Dirección al largo plazo, protegiendo a la Compañía de la epidemia cortoplacista que estamos viviendo. Por último, puede frenar la tendencia a la acción de los que ostentan el poder, fenómeno bien documentada en la literatura psicológica, y fomentar la necesaria reflexión. Esto es particularmente útil en una sociedad como la nuestra que confunde el estar ocupado con el hacer algo útil.
2. Nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los más altos directivos de la sociedad: sin duda es éste un papel esencial del Consejo. Ciertamente es que si el *power-holder* es el principal ejecutivo de la sociedad, será difícil que los consejeros “independientes” voten a favor de cesar a quien les ha nombrado. La definición del

sistema de retribución de la Dirección es una parte importantísima del papel del Consejo que, como ya hemos mencionado, debe evitar el abuso retributivo y la mediocridad en la gestión que suele darse cuando los ejecutivos no tienen contrapoder accionarial (como recordaba Montesquieu en El Espíritu de las Leyes, “es una experiencia eterna que todo hombre revestido de autoridad abusa de ella”). Asimismo, debe fijar un sistema de incentivos que tenga en cuenta la recompensa pero también el riesgo, estableciendo las variables fundamentales que empujen a la Dirección a luchar por los intereses del accionista a largo plazo y centrándose en métricas objetivas no manipulables por los propios perceptores. Para lograrlo, la CNR (Comisión de Nombramientos y Retribuciones) hará mejor su trabajo si piensa por sí misma que si contrata a las típicas firmas de consultoría cuyos clientes, no lo olvidemos, son habitualmente los directivos, no los accionistas (consultoría y aviación privada son dos ejemplos de ese tipo de negocio tan lucrativo en los que el beneficiario del servicio – el ejecutivo- es distinto de la persona que lo paga – el accionista).

Por último, llegado el caso, la destitución de lo más altos directivos para salvaguardar los intereses de los accionistas es una de las principales misiones del Consejo, y la creencia de que esto puede ocurrir, o mejor aún, la existencia de algún precedente, es uno de los mejores incentivos para que el Consejo obtenga el respeto que merece por parte de la Dirección y ésta reme a favor de los accionistas.

3. Control de la actividad de gestión y evaluación de directivos: como hemos comentado en profundidad, el Consejo tiene como misión primordial combatir el problema de agencia, y en este campo puede ejercer una gran labor. Un síntoma de que el Consejo funciona es que cuando los miembros del equipo directivo hagan una presentación en alguna reunión del Consejo mantengan una ligera sensación de incomodidad, esa tensión de quien se enfrenta a alguien con *potestad sobre él* sin poder controlar ni anticipar el resultado del encuentro. Obviamente, si el principal ejecutivo está siempre presente en las reuniones del Consejo será difícil que el Consejo pueda evaluarle abiertamente o discutir con libertad su actuación. El problema de agencia es particularmente acuciante en las operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones, donde el interés del equipo directivo radica más en que el tamaño importa (por testosterona y porque antes o después se reflejará en su remuneración) que en la rentabilidad para el accionista. La evidencia empírica es abrumadora: la inmensa mayoría de las operaciones corporativas perjudican a la empresa adquirente. Hay que evitar, en particular, las subastas que encarecen los activos e incitan a luchas de poder entre machos alfa: sólo las compras realizadas a una valoración baja tienen algún viso de ser rentables para el accionista (olvídense de las sinergias, tan evidentes en Excel como inexistentes en la realidad, pero a pesar de ello, palabra fetiche para consultores y bancos de inversión). El cañón humeante del problema de agencia es la acuñación de la expresión “OPA hostil”: hostil ¿a quién? Generalmente no a los accionistas de la empresa adquirida, a los que se suele ofrecer una atractiva prima sobre el valor de mercado y que siempre pueden oponerse con sus votos. Hostil, sin duda, al

equipo de dirección de la adquirida, cuyos miembros ven peligrar sus puestos de trabajo (¡cuántas operaciones corporativas han finalizado con éxito exclusivamente por el acuerdo de integración ofrecido al otro equipo directivo!) y hostil, casi siempre, a los intereses de los accionistas de la adquirente.

4. Identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados: el Consejo representa a los accionistas, que son quienes aportan el capital y soportan el riesgo patrimonial de la empresa, los que tienen *downside risk*. Con demasiada frecuencia, el problema de agencia lleva a los directivos a obligar a los accionistas a asumir riesgo desproporcionados aplicando el principio “si sale cara, gano yo, si sale cruz, pierdes, tú”. En este sentido, la labor del Consejo es crucial, particularmente en la limitación del riesgo financiero, siendo conscientes que en los ratios de endeudamiento el EBITDA o la generación de caja varían: hoy están y mañana, quién sabe, mientras que la deuda permanece constante. Los dividendos disciplinan y, por ello, son antipáticos para el equipo directivo, que prefiere la arbitrariedad de las recompras de acciones propias o *buybacks*, lamentablemente puestas de moda en las últimas dos décadas por Warren Buffett. En EEUU, la moda de los *buybacks*, destinados en realidad a mitigar la dilución del accionista por el ejercicio de *stock options* de los ejecutivos y a aumentar el beneficio por acción de modo que la acción se revalorice a corto plazo, han distorsionado los balances inflando contablemente los ROEs, han endeudado peligrosamente a las compañías y han despilfarrado el dinero de los accionistas comprando cuando la cotización estaba cara y dejando de comprar cuando caía (en el crash del 2008 los *buybacks* se redujeron prácticamente a cero, justo en el momento en que hubieran sido más útiles para la creación de valor para el accionista).

El último riesgo que el Consejo puede ayudar a combatir es el riesgo de dependencia. En efecto, al realizar el mapa de riesgos de la compañía, el Consejo debe identificar la persona, producto, mercado, cliente o proveedor considerados imprescindibles, pero no para mimarlos y perpetuarlos como tales, sino para que dejen de serlo. Como decía un extraordinario empresario amigo mío, si un directivo se convierte en imprescindible hay que empezar a pensar en despedirle.

5. Determinación de las políticas de información y comunicación a los accionistas, mercados y opinión pública: en efecto, todo ejercicio de transparencia que atenúe la asimetría de información y facilite una toma de decisiones informada por parte del accionariado es bueno, y es papel del Consejo, como representante de los accionistas, asegurarse de ello.

## 6. Conclusión

El Gobierno Corporativo es una cuestión muy compleja a la que la corrección política y la vocación mesiánica del regulador compulsivo han hecho mucho daño al convertir en compartimentos estancos la teoría y la práctica, la norma y la realidad. En este sentido, se ha desatendido, por un lado, el omnipresente problema de agencia, y por otro, la difícil navegación del *power-holder* por un mar plagado de arrecifes en que se enfrenta en primerísimo lugar a sí mismo y, en segundo lugar, a los obstáculos para la selección correcta de consejeros y para el establecimiento de un sistema de incentivos adecuado que les facilite su papel. A pesar del escéptico principio fundamental del Gobierno Corporativo (“el Consejo de Administración funcionará si el *power-holder* quiere que funcione, y no funcionará si el *power-holder* no quiere que funcione, y generalmente el *power-holder* no quiere que funcione”), el Consejo de Administración puede ser un arma poderosísima para la empresa e incluso formar parte de su ventaja competitiva, pero ello requiere de un interesante ejercicio de valores y virtudes tanto por parte del *power-holder* como de los consejeros.

Querido *power-holder*: su Consejo de Administración puede ser una reunión social de aduladores donde prima el “tú me rascas la espalda, que yo te rascaré la tuya” o un activo primordial para la defensa de los intereses de los accionistas y el éxito a largo plazo de la empresa, lo que le va a permitir seguir ofreciendo los bienes y servicios que demanda la sociedad a los precios más competitivos posibles, ejerciendo así su valor social por antonomasia. Para ello deberá centrarse en su papel de supervisor duro y eficaz de la gestión aportando valor en la política de inversión de la empresa (*capital allocation*), identificando y controlando los riesgos para la toma racional de decisiones y evitando las arrogancias pueriles y dañinas a la que tan dados somos los seres humanos cuando ejercemos el poder. Y para lograrlo, los consejeros deberán estar bien elegidos y tendrán que tener la libertad de decirle: “estás equivocado”. Todo depende de usted, querido *power-holder*, porque como escribía Maquiavelo en el s. XV, “un príncipe que por sí mismo no sea sabio no puede recibir buenos consejos: los buenos consejos, vengan de quien vengan, han de nacer de la prudencia del príncipe, y no la prudencia del príncipe de los buenos consejos”. Así que repito: de usted depende. Confío en que, por su propio bien, por el bien de la empresa y el bien de sus accionistas y por el bien de la sociedad en que vivimos, tome usted el camino correcto. Suerte.

Fernando del Pino Calvo-Sotelo

[www.fpcs.es](http://www.fpcs.es)