

ESTUDIO SOBRE LA ROTACION DEL CEO EN LAS GRANDES SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS (2001-2010)

Guido Stein

Salvador Plaza

Lourdes Susaeta

Sumario

1. El 32,97% de las sociedades experimentaron un cambio de CEO durante el periodo de nuestro estudio, un 10,44% experimentaron dos cambios, un 1,65% tres cambios, y un 2,2% más de tres cambios.
2. Los años con una mayor rotación del CEO han sido, en primer lugar, el 2009, con un 14,6% sobre el total de ceses. En segundo lugar, el 2004, con un 13% de los ceses, y en tercer lugar, el 2007, con un 12,2% de los ceses identificados. Por el contrario, los años con un número menor de ceses fueron el 2010, con un 5,7%, el 2003 con un 6,5% y el 2001 con un 7,3%.
3. Los motivos más comunes por los que el CEO deja su puesto son: las fusiones y adquisiciones, motivadas en su mayoría por OPAS hostiles (29,3%), las sucesiones planificadas (18,7%) y las jubilaciones (11,4%). Los motivos menos frecuentes son: la muerte (3,3%), el escándalo (3,3%) y aquellos en los que no se hace público ningún tipo de razón (2,4%).
4. Los sectores con una mayor rotación del CEO han sido el de servicios financieros e inmobiliarios (23,6%) y el de bienes de consumo (19,5%). Los sectores con una menor rotación fueron el de petróleo y energía (13%) y el de tecnología y telecomunicaciones (8,9%).
5. Los subsectores con una rotación más elevada fueron: el inmobiliario (11,4%), la banca (10,6%) y el de electricidad y gas (8,9%). Los subsectores con una menor rotación fueron: otros servicios (1,6%), ocio, turismo y hostelería (0,8%) y las sociedades de cartera y holding (0,8%).
6. Llama la atención el pico de ceses en el sector inmobiliario en el año 2006. Dicho pico coincide con un importante repunte en las fusiones y adquisiciones (supusieron el 66,6% de los ceses producidos ese mismo año). El 50% de las fusiones y adquisiciones de sociedades cotizadas que conllevaron al cese del CEO tuvieron como protagonista a empresas del sector inmobiliario.
7. La edad media del CEO saliente se sitúa en los 62 años. Sin embargo, este dato presenta una elevada desviación típica (11,19 años), encontrando un máximo de 90 años y un mínimo de 40. Respecto a la edad del CEO entrante, encontramos que la media se sitúa cerca de los 56 años. En este caso, la edad del CEO que se incorpora a su puesto presenta una mayor homogeneidad, con una desviación típica de 7,88 años y un valor máximo de 80 y un mínimo de 39.
8. El 30,1% de los CEOs que se incorporaron a su puesto lo hicieron en edades comprendidas entre los 50 y 55 años.
9. En España, un CEO permanece en su puesto durante 9 años aproximadamente de media. Sin embargo, la elevada desviación típica (9,53 años) que presentan los datos indica importantes variaciones en los mandatos de los CEOs analizados.
10. Los sectores en los que los máximos ejecutivos, de media, se han mantenido durante más tiempo en su cargo han sido el de bienes de consumo (con un cargo medio de 10,7 años), el de materiales básicos, industria y construcción (10,27 años) y el de servicios financieros e inmobiliarios (9,48 años). En contraposición, los CEOs con mandatos más cortos han pertenecido a los sectores de tecnología y telecomunicaciones (5,8 años), petróleo y energía (5,2 años) y servicios de consumo (8,5 años).
11. Los CEOs con mandatos más largos dejaron su puesto debido a la muerte (tras 16,3 años), motivos personales o enfermedad (14,4 años), jubilación (13,3 años) y a las sucesiones planificadas (12 años). Los CEOs con mandatos más cortos dejaron su puesto debido a los malos resultados (tras 5,4 años), desacuerdos en la política de gestión (5,3 años), escándalos (4,8 años) y circunstancias en las que no se proporcionó ningún tipo de razón (3,5 años).

ESTUDIO SOBRE LA ROTACION DEL CEO EN LAS GRANDES SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS (2001-2010)

Guido Stein¹

Salvador Plaza²

Lourdes Susaeta²

Resumen

En el presente estudio analizamos la rotación del CEO en las grandes sociedades cotizadas españolas durante los últimos diez años [2001-2010]. Nuestro estudio, a partir de los motivos públicos del cese y de otra información relativa al CEO, aporta evidencia sobre los posibles factores que pueden llevar al consejo de administración a tomar la decisión de sustituir al CEO. De igual forma, se presenta un análisis de la evolución de la rotación del CEO, una descripción de los motivos públicos del cese, un análisis sectorial, un análisis demográfico y, finalmente, un análisis de la duración del mandato del CEO.

Clasificación JEL: M16, G34, G30, J10, J20

Palabras clave: rotación del CEO, consejo de administración, factores de fracaso, gobierno corporativo y sociedades cotizadas.

¹ Profesor Agregado, Dirección de Personas en las Organizaciones, IESE

² Asistente de Investigación

³ Investigadora Asociada

.

ESTUDIO SOBRE LA ROTACION DEL CEO EN LAS GRANDES SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS (2001-2010)

1. Introducción

¿Cuáles son los factores que subyacen a la marcha del CEO de una empresa?, ¿qué circunstancias han favorecido o motivado el despido del primer ejecutivo de las grandes compañías españolas? Se trata de preguntas de gran interés no solo para personas relacionadas con el mundo académico y especializadas en temas de gobierno corporativo, sino también para políticos, empresarios, consultores y todo aquel que quiera saber cómo funciona el mercado del “poder” en España. La gran mayoría de los españoles incluidos en la lista *Forbes* 2010 de las personas más ricas del mundo han sido o son presidentes de grandes empresas. Lo mismo ocurre con los rankings sobre las personas más influyentes. Tal y como señalan Brady y Helmich (1984), el papel del CEO ha sido descrito como el más poderoso entre el resto de centros de poder de una empresa hacia la consecución de sus objetivos. Cuando nos referimos a una gran empresa, la actuación del CEO tiene una mayor repercusión en la sociedad.

Bajo la responsabilidad del CEO se encuentran los ahorros de muchas familias y pequeños inversores. El desarrollo en las últimas décadas de una clase media capaz de invertir ha favorecido este acontecimiento, fragmentando la propiedad de las grandes sociedades y aumentando la separación entre los propietarios y los gestores. Este problema ha sido abordado desde la teoría de la agencia y discutido abundantemente en la bibliografía (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983). La sucesión del CEO se considera como uno de los problemas de mayor relevancia para cualquier empresa, ya que su posición de máxima responsabilidad es crucial para el equilibrio de la organización en relación tanto con los *shareholders* como con los *stakeholders*. A pesar de constituir un hecho inevitable, no es posible evitar la inestabilidad que este produce. Brady y Helmich (1984) describen este asunto como un evento traumático para cualquier compañía. Su repercusión no solo tiene un importante efecto en las personas, sino también en el clima económico y político de la empresa.

La figura del CEO ha suscitado un gran interés en el mundo académico y su estudio ha sido realizado desde múltiples perspectivas¹; sin embargo, como afirman Giambatista et al. (2005), aunque ha sido un tema muy estudiado, su tratamiento se encuentra muy fragmentado entre las diversas disciplinas. Este hecho reclama nuevos desarrollos sobre el tema, tanto metodológicos

¹ Para un revisión bibliográfica completa se puede consultar el trabajo de Stein y Capapé (2009).

como teóricos. El presente artículo realiza un estudio longitudinal que comprende el periodo 2001-2010. En él se analizan las causas de la rotación del CEO de las empresas cotizadas españolas de la Bolsa de Madrid. Nuestra principal aportación es por tanto de carácter metodológico, ya que recogemos la información de las causas de los ceses que se han producido durante estos años. Se trata de ofrecer una descripción precisa de este hecho y de los principales factores que lo rodean. Esta valiosa información, recogida en este trabajo, nos permite extraer unas conclusiones previas, pero sin duda, la base de datos construida constituirá una herramienta muy valiosa para futuras investigaciones.

El presente estudio se organiza de la siguiente forma: en primer lugar, se realiza una revisión de la bibliografía sobre los distintos factores que pueden afectar a la rotación del CEO. En segundo lugar, exponemos los resultados de nuestro estudio (evolución temporal de la rotación, motivos de los ceses, relevancia del sector, etc.). En el mismo apartado se describe la muestra y la metodología empleada para su selección. Finalmente, señalamos algunos apuntes respecto a posibles vías de investigación y presentamos las conclusiones.

2. Factores determinantes en la rotación del CEO

Con el fin de contextualizar mejor nuestro trabajo de investigación, parece conveniente presentar una breve síntesis de los trabajos de investigación que han abordado previamente esta materia.

En primer lugar, tal y como veremos en el apartado dedicado a presentar los resultados obtenidos, los cambios de CEO no se producen exclusivamente como consecuencia de una mala gestión. Existen motivos naturales que pueden suscitar la salida del primer ejecutivo de la compañía, como pueden ser los casos de jubilación, las bajas por enfermedad, etc. Sin embargo, estas causas, por el mero hecho de ser naturales, no presentan el mismo interés que aquellas que producen el cese forzado del CEO y su consiguiente fracaso. Es esta la razón por la que encontramos escasas referencias en la bibliografía respecto a causas naturales de cese del CEO. El trabajo realizado por Stein y Capapé (2009) nos puede servir de gran ayuda a la hora de realizar una revisión completa y ordenada. Los autores presentan una clasificación (Tabla 1) entre factores endógenos y exógenos de los posibles motivos de fracaso del CEO.

Los factores endógenos son aquellos que el propio CEO puede modificar con su actuación. En cambio, los factores exógenos son aquellos que escapan de su control, esto es, son aquellos que le vienen impuestos por las diversas circunstancias económicas y empresariales.

Tabla 1

Factores de fracaso del CEO

ENDOGENOS	EXOGENOS
1. Participación en el capital	1. Edad y antigüedad del CEO
2. Retribución	2. Influencia del predecesor
3. Procedencia del CEO	3. Edad y tamaño de la compañía
4. Selección de consejeros	4. Tipo de industria
5. Competencias	5. Composición del consejo
	6. Tamaño y dedicación del consejo de administración
	7. Sucesor válido
	8. Fusiones y adquisiciones

Fuente: Stein y Capapé (2009).

Dentro de los factores endógenos nos encontramos, en primer lugar, con el nivel de participación del CEO en el capital de la compañía. En este sentido, Salancik y Pfeffer (1980) afirman que un incremento en la propiedad está positivamente correlacionado con la permanencia en el cargo. La interpretación que subyace a este factor es bien sencilla: una mayor participación en la propiedad de la empresa supone un mayor poder y capacidad de influencia frente a otros accionistas. Además, desde la perspectiva de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), poseer un mayor número de participaciones en el capital de la sociedad ayuda a alinear los intereses personales del CEO con los de la empresa en su conjunto. De este modo, al depender parte de la riqueza del CEO de su gestión sobre la sociedad, este se verá incentivado a gobernar con mayor diligencia, mejorando el rendimiento de la compañía (Core y Larcker, 2002; Morck et al., 1998). Al mismo tiempo, por las razones ya citadas, una mayor participación societaria también puede suponer una defensa artificial frente a un eventual fracaso del CEO.

La retribución del CEO también puede suponer un factor de permanencia en la empresa. Esto se debe a la existencia de distintos criterios de remuneración que ayudan a identificar los intereses del CEO con los de la compañía de forma que este se vea incentivado a mejorar los resultados de la empresa. Al obtener mejores resultados, la probabilidad de fracaso se reduce notablemente. Aunque no existe consenso bibliográfico, encontramos a autores como Core y Larcker (2002) que relacionan mejores resultados ante aumentos de las opciones sobre acciones en la retribución. Sin embargo, tal y como señala Murphy (1999), la retribución vinculada a la consecución de objetivos personales puede producir incentivos de manipulación del rendimiento del CEO.

Por otro lado, la procedencia del CEO también puede jugar un papel relevante en su permanencia en la empresa. Los CEOs *insider* –promovidos desde dentro de la compañía– tienen más posibilidades de institucionalizar su poder. Parece lógico pensar que aquellos que han “crecido” en la empresa, y por tanto tienen un conocimiento más preciso de la realidad societaria, sean capaces de establecer mejores vínculos con los núcleos de poder. En este sentido, pero desde una perspectiva inversa, Ocasio (1994) afirma que los CEOs *outsider* tienen menos posibilidades de institucionalizar su poder.

El CEO puede permanecer más tiempo en el poder si es capaz de seleccionar a los miembros del consejo de administración. Ante una mala gestión o frente a resultados negativos, resulta más fácil encontrar apoyo entre aquellos que te deben un favor. El CEO es capaz de controlar la composición del consejo de administración cuando está involucrado en el proceso de selección de los candidatos de forma directa. Shivdasani y Yermack (1999) afirman que cuando el CEO pertenece al comité de nombramientos o cuando dicho comité no existe, las empresas tienden a contratar menos consejeros independientes y más consejeros “grises”² con conflictos de interés. Sin embargo, a pesar de los distintos requerimientos establecidos en los códigos de buen gobierno que tratan de limitar la influencia del CEO en la selección de nuevos consejeros, el CEO puede ser capaz de extender su poder por toda la organización, cumpliendo con la ley y siguiendo los requisitos establecidos, pero faltando al espíritu del legislador.

Otro de los factores explicativos –y quizás el más importante– de una mayor permanencia del CEO en la empresa tiene que ver con sus competencias personales. Entre los distintos autores

² La expresión “*gray directors*”, o consejeros grises, es utilizada en el mundo académico para designar a aquellos consejeros que, aunque sean catalogados como externos o independientes, mantienen algún tipo de relación con la empresa que puede llevar a provocar situaciones de conflicto de interés.

que han estudiado el fracaso del CEO, existe de forma casi generalizada la opinión de que los factores analizados resultan deficientes para esclarecer la caída del CEO. El estudio de las competencias del CEO como posible factor de fracaso –o éxito– ha estado muy limitado por las dificultades empíricas que supone la obtención de información estadísticamente válida. Tal y como señalan Fredrickson et al. (1988), este tipo de información contiene un potencial explicativo muy elevado.

Si nos referimos a los factores exógenos, uno de los elementos con los que nos encontramos en primer lugar es la edad del CEO. La discusión respecto a la edad del CEO se presenta igualmente fragmentada. Morck et al. (1988) sostienen que las empresas con CEOs jóvenes tienen tasas de rotación más elevadas a este nivel. Sin embargo, autores como Weisbach (1988), Murphy y Zimmerman (1933) y Goyal y Parck (2002), afirman que la edad y rotación del CEO se relacionan de forma positiva. Resulta evidente que los CEOs de mayor edad experimentarán una tasa de rotación mayor debido a las jubilaciones. Si se quiere estudiar el fracaso del CEO se debe tener en cuenta este aspecto para no malinterpretar los resultados.

Por otro lado, nos encontramos con que, en algunos casos, la influencia del predecesor puede jugar en contra del CEO entrante. Tal y como señalan Fredrickson et al. (1988), existen cuatro formas a través de las cuales el CEO saliente puede incrementar la probabilidad de despido del CEO entrante: en primer lugar, una duración prolongada en el cargo del CEO saliente puede haber generado vínculos de lealtad personales que dificulten el papel del CEO entrante. Asimismo, también se pueden establecer comparaciones personales que dañen la imagen del nuevo CEO. En segundo lugar, los motivos por los que un CEO deja su empresa también pueden ejercer cierta presión sobre el nuevo CEO. Por ejemplo, si en una empresa se ha producido el despido del CEO, la persona que le sustituya puede experimentar una mayor presión por los distintos factores coyunturales que han motivado el cambio. En tercer lugar, si el CEO saliente mantiene algún tipo de puesto en la entidad, ya sea como ejecutivo o como consejero, también puede influir en la probabilidad de despido. En cuarto lugar, si el CEO saliente ha sido el fundador de la empresa, existe una elevada probabilidad de que pueda ejercitar los tres factores anteriores sobre el CEO entrante.

El tamaño y la edad de una compañía también pueden llegar a tener un cierto impacto en la rotación del CEO. Sin embargo, no existe un acuerdo generalizado al respecto. Hay autores que sostienen que la rotación es mayor para las empresas grandes (Boeaker, 1992; Grusky, 1961), mientras que otros concluyen que no existen relaciones significativas sobre la rotación y la variable tamaño (Brady y Helmich, 1984). Desde un marco conceptual no parece descabellado pensar que las grandes empresas, al disponer de más medios y de una mayor experiencia, poseen los mecanismos de control y supervisión adecuados para evaluar de forma más eficiente la gestión llevada a cabo por el CEO.

Según Fredrickson et al. (1988), el tipo de sector en el que opera la empresa puede afectar de tres formas distintas a la rotación del CEO, a saber: su nivel de desarrollo, la diversidad de resultados económicos y el número de empresas. De acuerdo con el autor, en los sectores jóvenes todavía no se dispone del conocimiento necesario sobre los logros que se le deben exigir al CEO. Ocurre lo mismo con los resultados económicos. En estos casos, la falta de información que permita comparar la gestión entre los diferentes CEOs del sector evita que se pueda evaluar al CEO en términos objetivos. Desde esta perspectiva teórica, aquellos sectores más desarrollados deberían experimentar mayores tasas de rotación del CEO. Por otro lado, Henderson et al. (2006) realizan un análisis comparativo sobre el impacto del CEO en los resultados económicos de empresas en industrias estables e industrias dinámicas. Los autores

concluyen que los CEOs de industrias dinámicas son capaces de aportar valor estratégico de forma intensa pero breve. En cambio, los CEOs procedentes de sectores estables son capaces de generar valor de forma más prolongada en el tiempo, pero con una menor intensidad. Observando estos resultados, se puede suponer que los sectores más dinámicos experimentan una mayor rotación del CEO en respuesta a la necesidad de sostener sus resultados a lo largo del tiempo.

Uno de los elementos que mayor interés ha suscitado en cuanto al estudio de la rotación del CEO ha sido la composición del consejo de administración. Cuando hablamos de composición del consejo de administración nos referimos a la presencia de consejeros internos y externos³. Tal y como afirma Boeker (1992), la composición del consejo de administración, concretamente la proporción de consejero externos, debería tener un impacto sobre la probabilidad de destitución del CEO. La razón que explica esta relación se fundamenta en que el consejo de administración es la primera medida defensiva de los accionistas frente a directivos incompetentes (Weissbach, 1988). El consejo de administración es el órgano responsable de vetar a la dirección y promover un cambio en la alta dirección cuando la gestión por parte del CEO no es la adecuada. Son estas algunas de las tareas más importantes comprendidas dentro de la función supervisora del consejo. Los consejeros externos e independientes aumentan –teóricamente– la objetividad del consejo de administración en la toma de decisiones. Por este motivo, y desde un prisma conceptual, los consejos de administración con una mayor presencia de consejeros independientes deberían ser más propensos a sustituir al CEO ante una mala gestión. En este sentido, el trabajo de investigación que mayor impacto ha causado ha sido el realizado por Weisbach (1988). El autor detecta que para las empresas con malos resultados, la probabilidad de dimisión del CEO es mayor para aquellas con consejos mayoritariamente independientes. Otra de las razones que pueden justificar la relación entre mayor rotación del CEO y presencia de consejeros independientes es la descrita por Fama y Jensen (1983). Los autores afirman que los consejeros externos, con el fin de preservar su capital humano como consejeros de éxito, promoverán en mayor medida la marcha de un CEO inadecuado. El consenso en este sentido es extenso. Un gran número de autores sostienen que la probabilidad de despido del CEO es más elevada para aquellas empresas con una proporción mayor de consejeros externos (Shivdasani y Yermack, 1999; Borokhovich et al., 1996; Agrawal y Knoeber, 1996).

La presencia de inversores institucionales en el capital de las compañías también puede modificar e incrementar la probabilidad de sustitución del CEO. Según Kieschnick y Moussawi (2004), la presencia de inversores institucionales propicia una mayor independencia del consejo de administración. Por tanto, gracias a una mayor independencia y objetividad del consejo en sus decisiones, se puede asumir que el control sobre el CEO será mayor y mejor. Respecto a las empresas respaldadas por sociedades de *Private Equity*, los autores Baker y Gompers (2003) aseguran que estas poseen menos consejeros internos y más consejeros independientes. Cuando un inversor institucional entra en el capital de una compañía, normalmente lo hace adquiriendo una participación relativamente grande que le permita verse representado en el consejo. El inversor designará como consejero a un buen profesional que sea capaz de realizar una gestión eficiente de

³ En España, al igual que en otros países, los consejeros externos se dividen en dos tipos: consejeros dominicales –aquellos que pertenecen al consejo de administración debido a su participación en el capital de la compañía– y Consejeros independientes– designados como miembros del consejo en atención a sus condiciones personales y profesionales. Para una revisión completa sobre el papel del consejero independiente en la supervisión y rotación del CEO se puede consultar el trabajo realizado por Stein y Plaza (2011).

forma que se maximice el valor de su inversión. De esta forma, la presencia de inversores institucionales en el capital de las compañías podría explicar una mayor rotación del CEO.

Según algunos autores, el tamaño de los consejos administración también puede influir en las destituciones de los CEOs. En este sentido, Fredrickson et al. (1988) y Helmich (1980) sostienen que los consejos de administración numerosos aumentan la rotación del CEO. Sus argumentos se fundamentan en que los consejos de administración de mayor tamaño pueden presentar una diversidad mayor de intereses. De esta forma, cualquier acción del CEO será evaluada desde perspectivas diversas y, por tanto, la posición hacia la que se decante alguno de los grupos puede ser rechazada por los otros, dejando al CEO –nunca mejor dicho– “*en la cuerda floja*”. Esta disparidad de posiciones podría llegar a suscitar una mayor rotación del CEO. Sin embargo, al igual que sucede con muchos de los factores analizados, la bibliografía presenta una falta de consenso respecto a la relación tamaño del consejo y rotación del CEO. La postura contraria a la descrita se fundamenta en que, cuanto mayor sea el consejo de administración, mayor dificultad presentará encontrar consenso en la toma de decisiones. Por tanto, ante esta circunstancia, la decisión de cesar al CEO se puede ver retrasada por la falta de acuerdo en el consejo (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Yermack, 1996). Parece lógico, tal y como sostienen Coles et al. (2008), que cada consejo de administración tenga su tamaño óptimo dependiendo de las propias circunstancias empresariales. Por tanto, si se trata de generalizar, discutir sobre cuál es el mejor tamaño de un consejo de administración puede resultar completamente improductivo.

Asimismo, la dedicación de los consejeros puede jugar de forma similar un cierto papel en la rotación del CEO. Según Core et al. (1999), un consejero ocupado es aquel que pertenece a tres o más consejos de administración en el caso de estar empleado, y a seis o más si resulta estar jubilado. De esta forma, debido a la falta de tiempo, la capacidad de supervisión sobre el CEO se puede ver reducida (Beasley, 1996; Perry y Peyer, 2005; Fich y Shivdasani, 2005). Por tanto, los consejos con un mayor número de consejeros ocupados tendrán una probabilidad de cese del CEO menor ante una gestión inadecuada. Ante esta postura no debemos restar importancia a los abundantes beneficios que le puede reportar a una compañía tener consejeros en otras empresas.

La existencia de un mercado de sucesores válidos con talento es otro de los factores que se debe tener en cuenta a la hora de estudiar la rotación del CEO. Desde un marco teórico, en el caso de no existir sucesores válidos, la probabilidad de mantenerse en el puesto como CEO se puede ver incrementada. Podemos argumentar que, si el mercado no es capaz de suministrar candidatos con las cualidades requeridas, el poder de negociación del CEO puede aumentar respecto al poder del consejo de administración y, de esta forma, prolongar su mandato ante eventuales problemas que pongan en entredicho su actuación.

Otro de los factores importantes que nos queda por comentar son las fusiones y adquisiciones. Tal y como señalan Martin y McConnell (1991), las fusiones y adquisiciones se pueden dividir en dos tipos: sinérgicas y disciplinarias. Los autores entienden que las operaciones disciplinarias son aquellas que se llevan a cabo suscitadas por unos resultados por debajo de la media del sector. Ante este tipo de acciones, se tratará de promover una reestructuración de la organización en búsqueda de mejores rendimientos. La sustitución de la dirección será uno de los puntos a llevar a cabo. Se tratará de buscar candidatos que sean capaces de mejorar los resultados obtenidos por el anterior equipo gestor. Las fusiones y adquisiciones sinérgicas, en comparación con las disciplinarias, no se verán asociadas a una mayor rotación del CEO. Esto se debe a que los CEOs de las empresas objetivo en este tipo de operaciones llevan una buena

gestión de la compañía propiciando buenos resultados. Por tanto, un posible cambio de CEO bajo estas circunstancias podría conllevar a un detrimento de los resultados.

3. El cese del CEO en las sociedades cotizadas españolas

La bibliografía puede ayudarnos a comprender desde un marco teórico el fenómeno del cese del primer ejecutivo. Sin embargo, nuestro estudio tiene un carácter de tipo empírico y nuestra pregunta de investigación se centra en llegar a conocer qué ha sucedido realmente en España durante los últimos diez años y qué conclusiones podemos sacar al respecto. En el presente apartado exponemos la metodología utilizada y los resultados cuantitativos de nuestro trabajo de investigación, que dan lugar a una rica información, con la que damos respuesta a estas preguntas. En primer lugar, describimos la metodología empleada para la obtención de la muestra y construcción de la base de datos. En segundo lugar, exponemos los resultados de nuestro trabajo.

3.1. Metodología; obtención de la muestra y construcción de la base de datos

Los datos utilizados en este estudio son el resultado del trabajo realizado en la recopilación de información y en la construcción de una base de datos con contenidos estadísticamente fiables. A primera vista, podría resultar demasiado ambicioso querer realizar un trabajo de investigación sobre la totalidad de los ceses de CEOs en las empresas cotizadas españolas⁴. A pesar de las reformas adoptadas a raíz de las propuestas de los códigos de buen gobierno, la transparencia de información sigue siendo un punto por resolver en España. A la hora de elegir el horizonte de nuestro estudio, nos hemos visto limitados en gran medida por este problema.

En marzo del año 2000, la CNMV envió una carta circular a las sociedades cotizadas en la que se adjuntaba un modelo de informe solicitando información relativa al gobierno de la sociedad con el fin de estudiar el grado de cumplimiento de las recomendaciones establecidas en el código de buen gobierno. Ese mismo año, solamente respondieron 67 de las sociedades cotizadas. De esta forma, es solo a partir del año 2000 cuando podemos empezar a encontrar de forma progresiva información relevante para nuestro estudio. Con el fin de obtener información sobre la totalidad de las empresas cotizadas españolas, decidimos realizar nuestro estudio a partir del año 2001, fecha desde la cual resulta menos complicada la obtención de información. Asimismo, al encontrar la información necesaria para el año 2010, decidimos prolongar el intervalo del estudio hasta finales de ese mismo año.

A la hora de seleccionar las empresas a analizar, en primer lugar se obtuvo a través de Datastream un listado de las sociedades que habían cotizado alguna vez en la Bolsa de Madrid durante los años 2001-2010. De la lista de empresas obtenida se optó por eliminar aquellas sociedades que no cumplieren con el requisito de ser españolas, ya que el objeto de este trabajo es el análisis de la rotación del CEO en las empresas nacionales. Una vez obtenido el listado de empresas a estudiar, se realizó una búsqueda exhaustiva de noticias mediante palabras clave en diversos medios de comunicación⁵ y otras fuentes secundarias. Adicionalmente se consultaron

⁴ Empresas que cotizan o han cotizado en la Bolsa de Madrid.

⁵ En cuanto a los medios de comunicación utilizados a la hora de buscar noticias con información relativa a los ceses de CEOs, debemos destacar especialmente la calidad del servicio ofrecido por los diarios *El Economista* y *Expansión* en sus versiones *online*.

los informes de gobierno corporativo de cada una de las empresas seleccionadas a lo largo del periodo de análisis. De esta forma se pudieron identificar la totalidad de los cambios de CEO. Mediante las noticias publicadas en prensa se pudo identificar el motivo público del cese y la fecha en la que dicho cambio saltó a la luz. Para la consulta de información relativa al resto de variables, se utilizaron tanto los currículos de los CEOS publicados en las páginas web de las empresas como distintas entrevistas realizadas a lo largo del tiempo. Este método de selección de información es similar al utilizado por Weisbach (1988) y al posteriormente descrito por Boeker (1992). Las fuentes fundamentales de información para la identificación de cambios en la alta dirección de las empresas son, en primer lugar, las diversas noticias publicadas en los medios de comunicación. En segundo lugar, la consulta de anuarios de directivos y, en tercer lugar, la información suministrada por algunas consultoras especializadas (Barroso et al., 1999). Las principales variables que hemos decidido incluir en este primer trabajo han sido, en primer lugar, el nombre del CEO, la fecha pública del cese, las razones públicas por las que se ha producido, la edad –tanto la del CEO entrante como la del CEO saliente–, el número de años que ha permanecido en la misma empresa como CEO y el sector y subsector en el que opera la empresa. No hemos incluido otro tipo de variables, ya que este primer trabajo cuantitativo no pretende ir más allá que suministrar una primera imagen de lo que ha sucedido durante estos últimos diez años. En los próximos trabajos que sigan a este, trataremos de incluir las variables necesarias que nos permitan profundizar de forma más precisa en el fenómeno de la rotación del CEO.

El resultado ha sido el primer estudio completo sobre la rotación del CEO de las empresas cotizadas en España; se han obtenido datos relativos a 184 empresas, 123 ceses y 192 CEOS a lo largo de los últimos diez años.

Tabla 2

Descripción de la muestra

Empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid durante el periodo 2001-2010	184
Empresas con cambio de CEO	86
Número total de ceses identificados	123
Número de CEOS involucrados	192

3.2. Resultados

A continuación se presentan los resultados obtenidos. Se analiza la evolución temporal de la rotación del CEO durante los años 2001-2010, los distintos motivos que han propiciado los ceses, la influencia de los sectores y subsectores, los factores demográficos en torno al cese del CEO y la duración en el cargo.

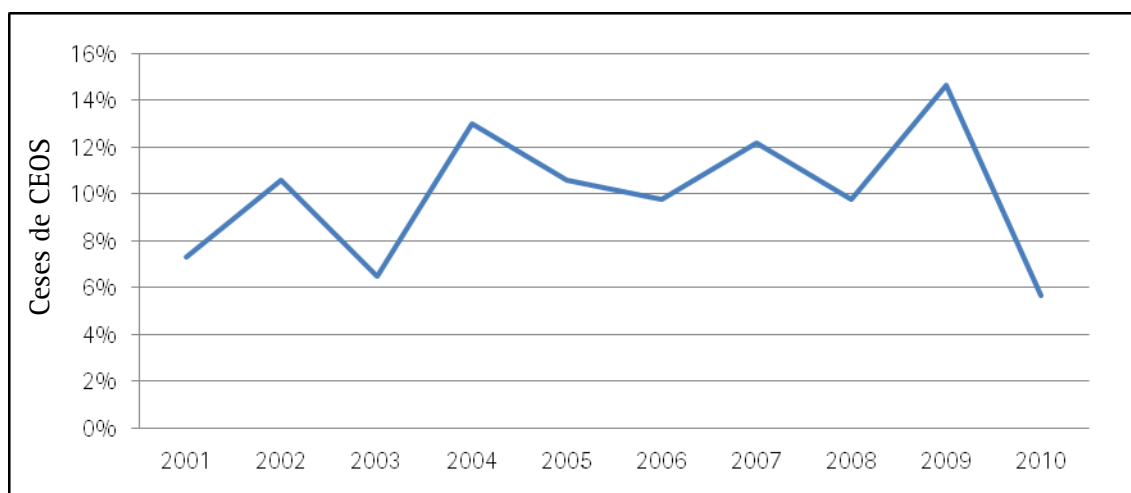
3.2.1. Evolución en el tiempo de la rotación del CEO [2001-2010]

Al analizar un fenómeno como la rotación del CEO, el primer dato que nos puede interesar es la evolución del número de ceses a lo largo del tiempo. La Figura 1 muestra los resultados obtenidos; los valores representan el porcentaje de ceses producidos cada año respecto al total de ceses identificados en el periodo de estudio. Comprobamos que los años con una mayor rotación del CEO han sido, en primer lugar, el 2009, con un 14,6% sobre el total de ceses. En

segundo lugar, el 2004, con un 13% de los ceses, y en tercer lugar, el 2007, con un 12,2% de los ceses identificados. Por el contrario, los años con un número menor de ceses fueron el 2010, con un 5,7%, el 2003, con un 6,5%, y el 2001, con un 7,3%.

Figura 1

Evolución de la rotación del CEO en España [2001-2010], porcentaje sobre el total



Fuente: Elaboración propia.

Tratar de interpretar estos datos sin ningún tipo de información adicional podría resultar un tanto temerario. No obstante, quizá se puedan apuntar algunas ideas y posibles interpretaciones como hipótesis.

En primer lugar, resulta llamativo el pico de ceses que se observa en el año 2009. Tras la actual crisis económica, el sentido común nos habría llevado a pensar en el año 2007 o 2008 como posibles protagonistas. Autores como Kaplan y Minton (2006) encuentran fuertes relaciones entre el rendimiento de la empresa y la rotación del CEO. No obstante, esta relación no tiene un impacto directo, sino que se presenta con un cierto retardo temporal. Parece que los malos resultados obtenidos durante los años 2007, 2008 y 2009 han saltado a la luz en forma de una mayor rotación del CEO en este último año. Por otro lado, en el 2010 encontramos la cifra más baja de los últimos diez años en cuanto a ceses de CEOs. Este dato podría reflejar la estabilización de los distintos conflictos surgidos en los núcleos de poder de las organizaciones tras el grave impacto de una coyuntura económica adversa. Además, tras un año en el que se ha producido un importante número de ceses, resulta lógico que se experimente un periodo de relativa calma.

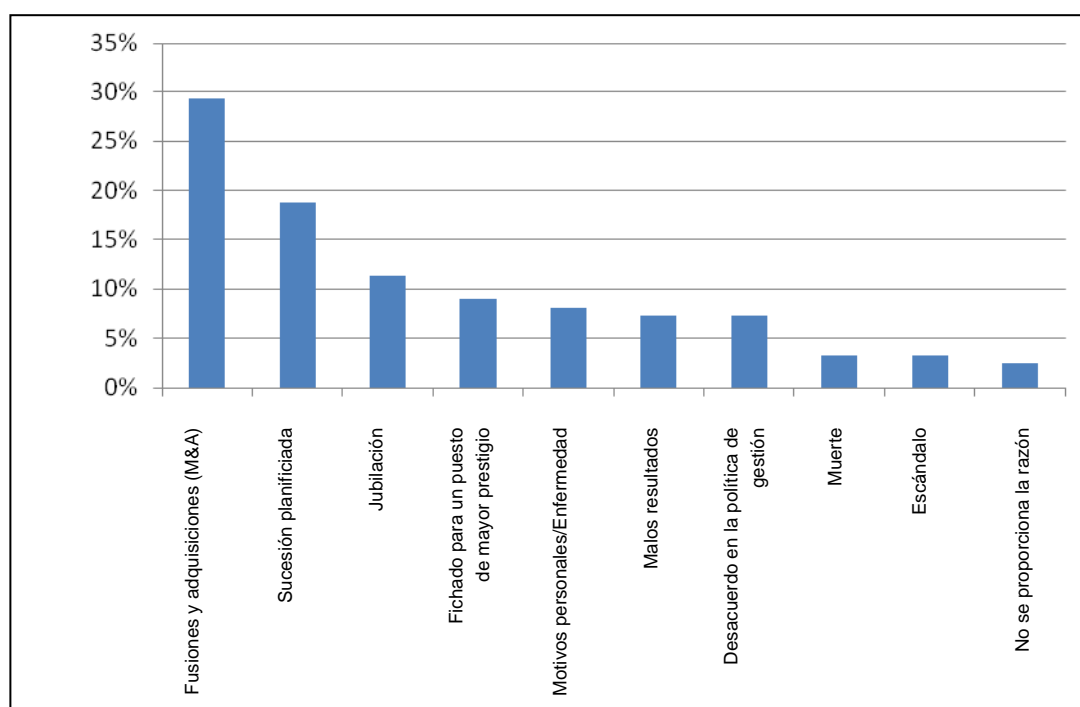
3.2.2. Motivos del cese del CEO

En este apartado presentamos los resultados obtenidos sobre los motivos que han propiciado los ceses del CEO en los últimos diez años. Tal y como se ha detallado en el apartado dedicado a la descripción de la muestra, los motivos del cese se ha extraído a partir de la información contenida en las noticias publicadas por los diversos medios de comunicación. No obstante, este método puede presentar algunos inconvenientes, ya que las empresas no siempre hacen públicas las verdaderas razones que subyacen al cese del CEO. Autores como Weissbach (1988) obtienen resultados en sus trabajos que sugieren esta tesis.

Las variables utilizadas para describir los ceses identificados han sido seleccionadas tomando como referencia la clasificación empleada por Weissbach (1988) en su trabajo sobre la relación entre la rotación del CEO y los consejeros externos. El autor, en su estudio, describe catorce categorías a tener en cuenta a la hora de clasificar los ceses identificados y descritos en el diario *The Wall Street Journal*. Nosotros, en cambio, hemos optado por utilizar una clasificación de diez variables que, a nuestro parecer, representan con exactitud los diversos motivos que pueden suscitar el cese del CEO de una empresa cotizada. En la Figura 2 presentamos los resultados obtenidos.

Figura 2

Motivo del cese del CEO



Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, observamos que la principal razón por la que un CEO deja de serlo se debe a que su empresa ha sido comprada⁶ o absorbida por otra. Cuando dos empresas se fusionan ocurre lo mismo, siempre hay una parte más fuerte que se impone con su equipo directivo. En el apartado dedicado a la investigación previa se ha hecho una breve descripción de las operaciones sinérgicas y disciplinarias. En ambos casos, la rotación del CEO se verá incrementada, ya que otro componente pasa a tomar el control de la empresa. Sin embargo, en las fusiones y adquisiciones derivadas de una mala gestión, la probabilidad de destitución del CEO será mayor. En el caso español, este factor explica el 29,3% de los ceses analizados, siendo el principal motivo explicativo del cese del CEO.

⁶ En este sentido, existen un gran número de teorías que tratan de explicar por qué se producen este tipo de operaciones. DePamphilis (2007) resume las teorías más comunes al respecto y las agrupa en diez secciones. Para más información se puede consultar el Anexo 1.

En segundo lugar, los resultados obtenidos señalan que las sucesiones planificadas explican el 18,7% de los ceses analizados. Se entiende por sucesión planificada aquel proceso mediante el cual el CEO, junto al consejo de administración de una empresa, planifican con antelación la salida del mismo y escogen a un sucesor con el potencial y habilidades necesarias para desarrollar de forma exitosa las exigencias de su puesto (Stein y San Martín, 2009). Resulta sorprendente obtener una cifra tan elevada en cuanto a las sucesiones planificadas, ya que las grandes sociedades españolas se caracterizan por elevados niveles de control entre los principales accionistas y por la presencia mayoritaria de grupos familiares de control (Santana y Aguiar, 2006). En muchas ocasiones, el control de las grandes empresas se disputa entre los grandes propietarios, por lo que los datos obtenidos en nuestro estudio nos llevan a pensar que las reformas establecidas a partir de la implantación de los distintos códigos de buen gobierno⁷ han tenido una repercusión positiva en este aspecto.

En tercer lugar, podemos ver que las jubilaciones suponen un 11,38% de los ceses producidos en España. Parece lógico que esta cifra sea alta, ya que a primera vista un ejecutivo llega a ser CEO en el culmen de su carrera profesional, cuando ha sido capaz de recoger una valiosa experiencia y ya ha recorrido una fructífera trayectoria. Por tanto, parece lógico pensar que un CEO se encuentre en el último peldaño de su vida profesional. De forma similar también se podría argumentar que, tras haber desempeñado un puesto de responsabilidad extrema durante un periodo de tiempo determinado –con el consiguiente desgaste que puede suponer– puede ser normal que la decisión lógica que se siga sea la de jubilarse.

En cuarto lugar, encontramos un pequeño grupo de razones de cese que no poseen la misma importancia individual que las tres mencionadas anteriormente. La más relevante entre ellas hace referencia al fichaje del CEO para un puesto de mayor prestigio. Esta circunstancia se ha dado en el 8,94% de los ceses observados. Cuando un CEO de una sociedad cotizada es fichado para un puesto de mayor prestigio, lo normal es que sea contratado para el mismo puesto en otra cotizada de mayor tamaño. Por otro lado, tenemos los ceses derivados de motivos personales o de algún tipo de enfermedad. Estos supuestos representan el 8,13% de los casos analizados. No obstante, tal y como señala Weissbach (1988), las compañías no siempre hacen pública la verdadera razón que suscita el cese. Cuando existe alguna razón que pueda poner en juego la reputación de la empresa o de las personas involucradas, se suelen alegar razones de tipo “genérico”, entre las que se encuentran los motivos personales o algún tipo de enfermedad. Por esta razón, se podría dar el caso de que los resultados obtenidos para esta categoría fuesen en la realidad menores o más bajos.

Los malos resultados restan legitimidad al CEO de una compañía. En España, este motivo ha supuesto el 7,32% de todos los ceses identificados durante los últimos diez años. A pesar de ser una cifra significativa, este factor presenta serios incentivos para no ser anunciado públicamente como motivo de cese del CEO. Por tanto, se podría dar el caso de que el valor real superase al valor obtenido en nuestra investigación. De forma semejante, los desacuerdos en las políticas de gestión han supuesto un 7,32% del total de ceses. Se entiende por desacuerdo en la política de gestión a todo enfrentamiento entre el CEO y el consejo de administración suscitado por el modo en que el CEO dirige la organización. De esta forma, los malos resultados y los

⁷ En este aspecto, debemos señalar las novedades introducidas por el Código Unificado de Buen Gobierno en el año 2006 respecto a las Comisiones de Nombramientos. La recomendación 56.b del Código Unificado establece como competencia de la Comisión de Nombramientos el “Examinar y organizar, en la forma que se entienda adecuada, la sucesión del presidente y del primer ejecutivo y, en su caso, hacer propuestas al consejo para que dicha sucesión se produzca de forma ordenada y bien planificada”.

desacuerdos en la gestión están muy relacionados. Aunque un desacuerdo en la gestión no conlleva de forma implícita unos resultados deficientes, en la realidad se suelen presentar de forma pareja. Este es el motivo por el que puede resultar difícil distinguir entre sucesiones derivadas por malos resultados y sucesiones resultantes de desacuerdos en la gestión.

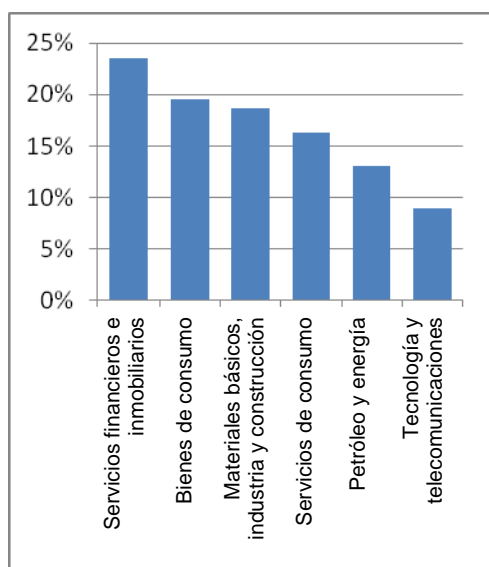
En último lugar obtenemos que la muerte (3,25%) y el escándalo (3,25%) suponen de forma conjunta el 6,5% de los casos por los que un CEO deja de serlo. No son cifras elevadas; sin embargo, la repercusión mediática de estos sucesos es siempre muy elevada. Los casos en los que las empresas no proporcionan públicamente la razón del cese suponen el 2,44% de los episodios analizados.

3.2.3. Influencia del sector en el cese del CEO

La bibliografía señala que el tipo de sector en el que desarrolla su actividad la empresa puede afectar a la rotación del CEO (Fredrickson et al., 1988). Concretamente, hemos visto que el desarrollo del mismo, la diversidad de resultados económicos y el número de empresas en el sector pueden tener un papel determinante. Por esta razón puede resultar de gran interés estudiar la rotación del CEO en los principales sectores de la economía. A la hora de clasificar a las empresas por sectores, hemos decidido utilizar la misma clasificación sectorial utilizada por el SIBE. La Figura 3 recoge los resultados obtenidos.

Figura 3

Cese del CEO por sectores



Fuente: Elaboración propia.

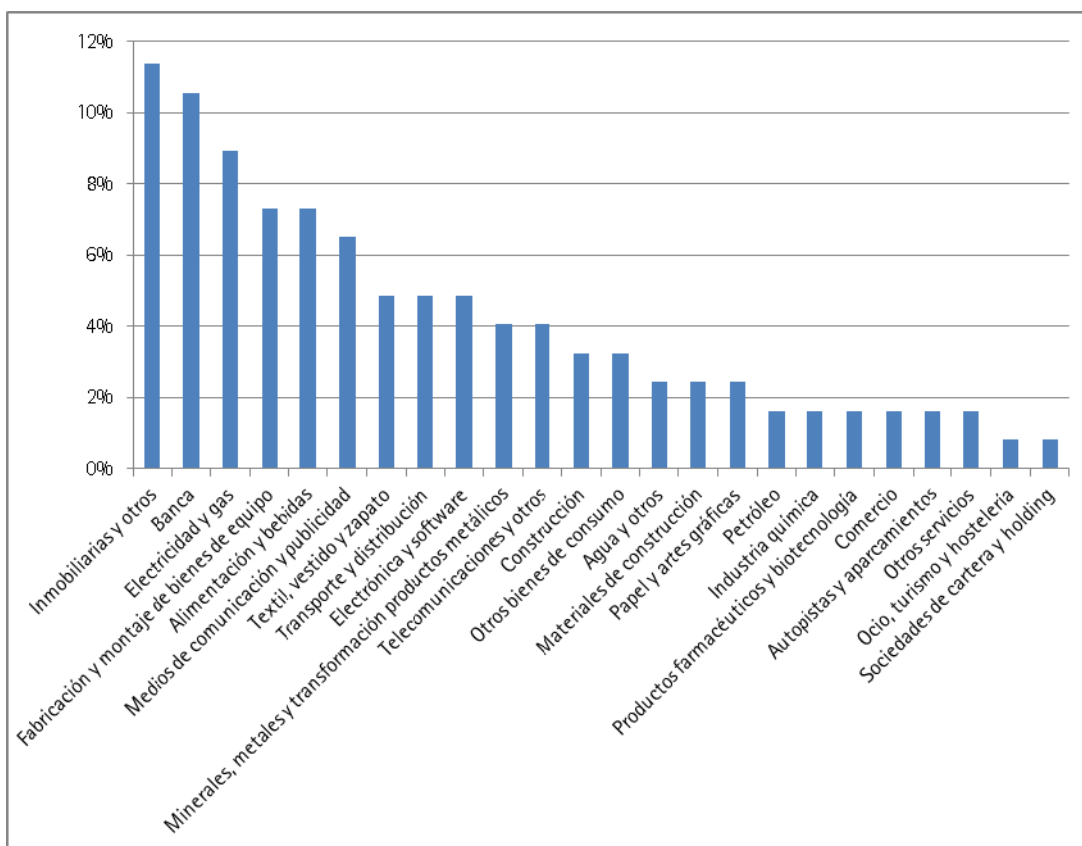
Comprobamos que el sector que ha experimentado una mayor rotación es el de servicios financieros e inmobiliarios, con un 23,57% del total de ceses. En segundo lugar le sigue el sector de bienes de consumo, con un 19,51%. En tercer lugar se presenta el sector de materiales básicos, industria y construcción, con un 18,69%. El sector servicios de consumo se sitúa en cuarto puesto, con el 16,26% de los ceses analizados. Los dos sectores con una rotación menor

del CEO son: petróleo y energía, con un 13%, y tecnología y telecomunicaciones, con un 8,94% sobre el total de ceses.

Esta primera clasificación sectorial nos permite hacernos una idea de lo que ha sucedido. Sin embargo, resulta necesario profundizar todavía más si queremos llegar a entender la realidad que subyace a un proceso tan complejo como el cese del CEO. Si desagregamos la información obtenida en subsectores, obtenemos una descripción mucho más precisa de lo ocurrido en los últimos diez años. De esta forma vemos que las empresas inmobiliarias han sido las grandes protagonistas a la hora de sustituir a su primer ejecutivo. Los ceses de CEOs de inmobiliarias han supuesto el 11,38% del total de ceses identificados. En segundo lugar le sigue el subsector bancario, con un 10,57% sobre el total de los casos. El tercer subsector con una mayor rotación del CEO ha sido el de las empresas de electricidad y gas, con un 8,94% del total de ceses. En la Figura 4 se pueden ver los resultados para el resto de subsectores.

Figura 4

Cese del CEO por subsectores, porcentaje sobre el total



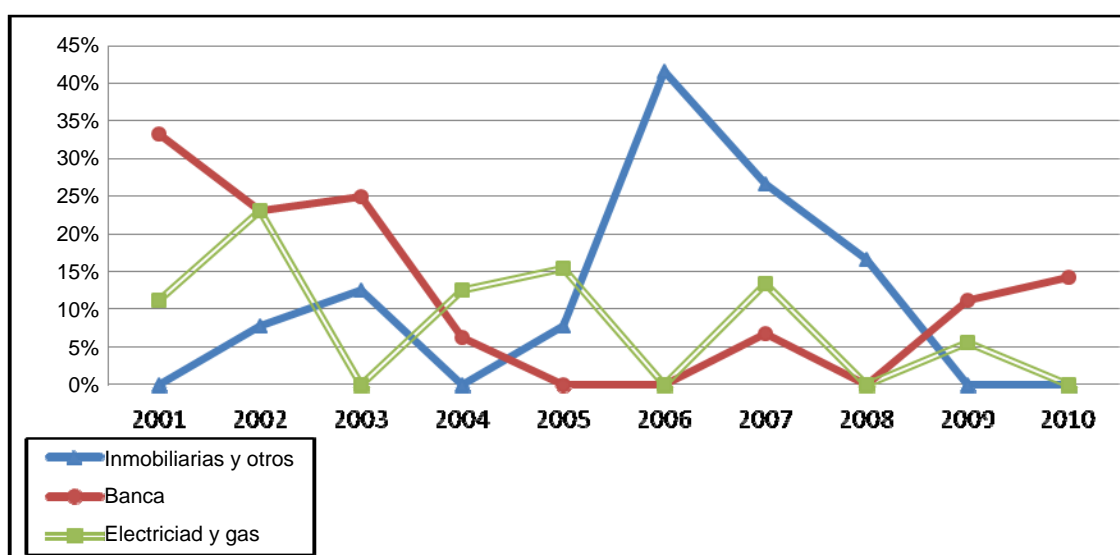
Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, los datos expuestos en las Figuras anteriores representan hechos muy concretos. Si unimos la información expuesta hasta el momento, seremos capaces de entender con mucha más claridad lo ocurrido. Hasta ahora nos hemos limitado a ver qué es lo que ha ocurrido. En cambio, si juntamos el qué con el cuándo obtendremos una visión mucho más esclarecedora.

En la Figura 5 se puede observar la evolución de la rotación del CEO sobre el número de ceses de cada año para los sectores con una rotación total más alta. Tal y como hemos descrito, los sectores con una rotación del CEO más elevada han sido el inmobiliario, el bancario y el de electricidad y gas. El primer dato que nos puede llamar la atención es el pico de ceses en el sector inmobiliario en el año 2006. Tras el grave retroceso de la economía española después de la explosión de la burbuja inmobiliaria, probablemente hubiésemos pensado que el pico de ceses se situaría en torno al año 2007 o 2008. Los resultados de las investigaciones realizadas en cuanto a la relación entre resultados y rotación del CEO apuntan a una relación inversa entre ambas variables (Brickley, 2003), respaldando científicamente esta forma de pensar. Sin embargo, no ha sucedido de tal manera. Para encontrar el porqué a este hecho necesitamos buscar entre las razones que han suscitado los ceses cada año (Figura 6). El pico de ceses en el 2006 coincide con un importante repunte en las fusiones y adquisiciones. Este tipo de operaciones supusieron el 66,6% de los ceses producidos ese mismo año. Por tanto, el impacto de las compraventas de inmobiliarias el año previo a la crisis jugó un papel importante en este sentido.

Figura 5

CEO turnover, porcentaje sobre los ceses de cada año, subsectores más relevantes



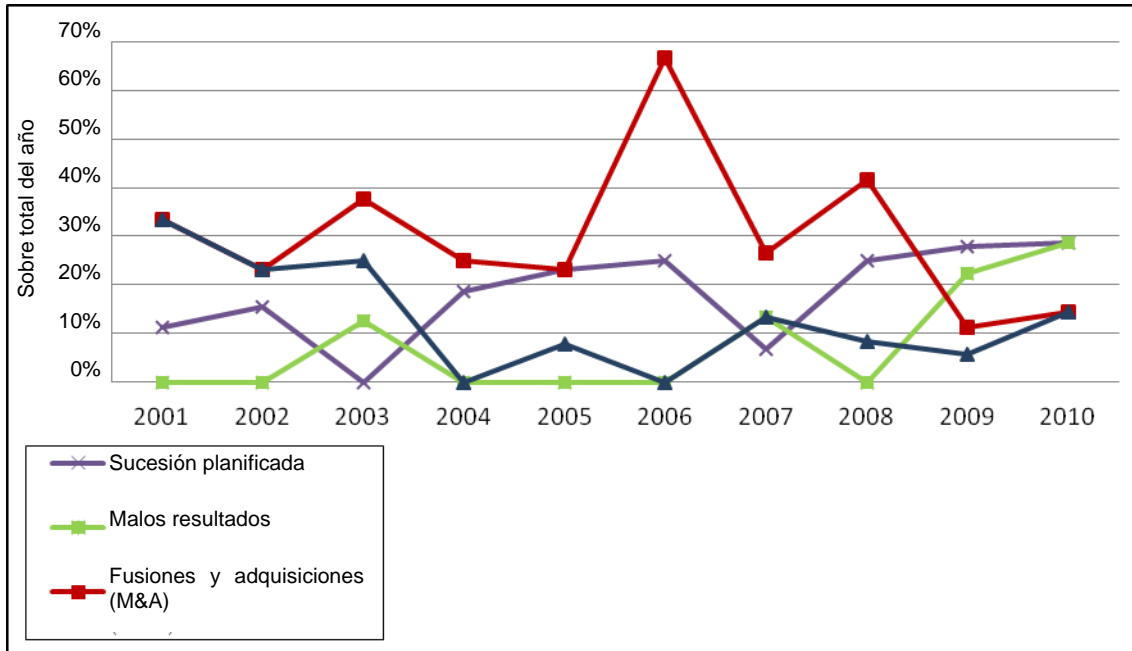
Fuente: Elaboración propia.

La banca fue la protagonista del año 2001 –a pesar de ser uno de los años con una rotación del CEO más baja (7,3% sobre el total)– al registrar el 33,3% de los ceses de ese mismo año. Las últimas operaciones del proceso de concentración bancaria iniciado en la década de los noventa han jugado un importante papel en este sentido. Sin embargo, el año 2001 también fue testigo de un escándalo bancario que repercutió, como es lógico, en la dimisión de las personas involucradas, incluyendo a su presidente.

Hemos apuntado que los ceses correspondientes al sector electricidad y gas han supuesto un 8,94% sobre el total de ceses analizados. El mayor pico (23% sobre los ceses de ese mismo año) se experimentó en el año 2002 debido a las sucesiones planificadas y a un excepcional caso de fallecimiento. La serie presenta un comportamiento homogéneo en los años sucesivos, con repuntes en los años 2005 y 2007.

Figura 6

Principales razones del cese del CEO, por años



Fuente: Elaboración propia.

Al observar la evolución temporal de las principales razones de cese de los CEOs (Figura 6), el dato más llamativo lo presenta el pico alcanzado por las operaciones de fusiones y adquisiciones en el 2006. Como se ha señalado, las operaciones de sociedades inmobiliarias jugaron un importante papel. El 50% de las fusiones y adquisiciones de sociedades cotizadas que conllevaron el cese del CEO tuvieron como protagonista a empresas del sector inmobiliario. El 50% restante se presenta de forma más dispersa. Por otro lado, las fusiones y adquisiciones experimentaron un máximo relativo en el 2008, explicando el 41,6% de los ceses producidos ese mismo año. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en el 2006, los ceses no presentan ningún agrupamiento sectorial significativo.

Hemos visto que las sucesiones planificadas constituyen el 18,7% del total de ceses analizados, presentándose como el segundo factor explicativo del cese del CEO. Salvo en los años 2003 y 2007, al analizar la evolución de las sucesiones planificadas observamos una tendencia positiva con importantes incrementos anuales. Esta evolución progresiva, tal y como se ha dicho, nos hace pensar en los efectos de las reformas establecidas por los distintos códigos de buen gobierno.

3.2.4. El factor edad en torno al cese del CEO

En la literatura académica se señala la importancia de la edad como posible factor explicativo del cese del CEO. Concretamente, Murphy (1999) encuentra evidencia de que la edad del CEO es más importante que el rendimiento de la empresa a la hora de explicar su cese. El autor sostiene que la probabilidad de que un CEO deje su puesto es un 30% mayor cuando el CEO supera los 64 años. El tiempo resulta decisivo a la hora de adquirir experiencia y conocimientos; no

obstante, la experiencia adquirida presenta un punto máximo a partir del cual el tiempo desgasta las competencias adquiridas previamente. Una vez llegado a ese máximo, lo lógico es que la empresa busque a un sustituto. Estas son algunas de las razones por las que hemos creído conveniente incorporar este tipo de información en nuestro estudio. Además, autores como Brickley (2003) sugieren que la variable edad no se ha estudiado en profundidad.

De esta forma, hallamos que la edad media del CEO saliente se sitúa en los 62 años (Tabla 3). Sin embargo, este dato presenta una elevada desviación típica (11,19 años), encontrando un máximo de 90 años y un mínimo de 40. Resulta lógico que suceda de tal forma, ya que nos referimos al CEO que cesa en su puesto. Cada persona es completamente diferente, por lo que no debe extrañarnos que cada CEO presente diferentes niveles de desgaste a mismas edades. De esta manera, la edad no tiene por qué suponer un potencial motivo de cese para un CEO que conserve sus habilidades directivas y que sea capaz de desarrollar su trabajo con normalidad. Si un CEO desempeña eficazmente el trabajo que le corresponde, resulta lógico que se mantenga en el cargo durante más años que la media. Por el contrario, un CEO que pierda su capacidad a una edad más temprana o que resulte ser un mal gestor, tendrá que abandonar su puesto de forma prematura. Otros aspectos que deben tenerse en cuenta es la capacidad del CEO de institucionalizar su poder (Pfeffer, 1981). Debemos considerar que el CEO puede ser capaz de tomar medidas que le aseguren la lealtad del resto de miembros del consejo de administración; por ejemplo, fichar como consejero a gente de su confianza, participar en los procesos de selección, etc. La edad del CEO saliente está íntimamente relacionada con la duración en el cargo. Por ello resulta necesario seguir profundizando en esta materia. Con este fin dedicaremos un apartado específico al estudio de la duración en el cargo del CEO (Apartado 3.6).

Tabla 3

Estadísticos descriptivos sobre la edad del CEO

Edades	Media μ	Máx.	Mín.	Desv. típica
CEO saliente	62,34	90	40	11,19
CEO entrante	55,90	80	39	7,88

Fuente: Elaboración propia.

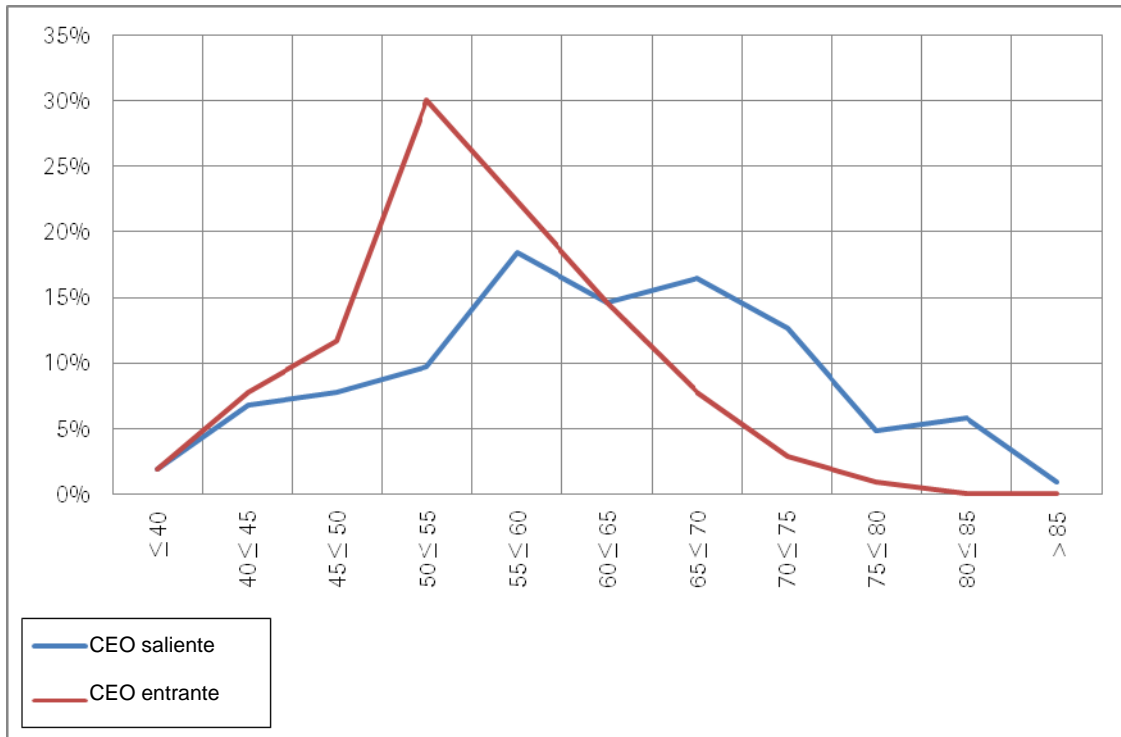
Respecto a la edad del CEO entrante, encontramos que la media se sitúa cerca de los 56 años. En este caso, la edad del CEO que se incorpora a su puesto presenta una mayor homogeneidad, con una desviación típica de 7,88 años y un valor máximo de 80 y un mínimo de 39. Resulta comprensible que suceda de esta forma, ya que las empresas, tal y como señala Vancil (1987), a la hora de elegir sucesor procuran escoger a un candidato que disponga de al menos diez años de mandato hasta el momento previsto de jubilación. Debemos considerar que el CEO es el responsable de llevar a la práctica la estrategia y las mejores prácticas que permitan a la empresa alcanzar o mantener el liderazgo. La naturaleza de estos objetivos exige una gestión consistente y eficaz durante un largo periodo de tiempo. Por ello, al considerar la edad del CEO que se incorpora, se debe tener en cuenta este criterio.

Con el fin de ilustrar de mejor forma lo expuesto en este apartado hemos elaborado la Figura 7, que representa la edad de los CEOS por intervalos y discriminando entre CEO saliente y CEO entrante. El 30,1% de los CEOS que se incorporan a su puesto lo hacen en edades comprendidas entre los 50 y 55 años. Podemos ver cómo la edad del CEO entrante se reduce progresivamente

hasta alcanzar valores insignificantes a partir de los 75 años. En la Figura se puede advertir con claridad una mayor concentración de las observaciones en torno a los valores cercanos a la media. Por las diversas razones que hemos citado anteriormente, esto no sucede con la misma intensidad en la edad del CEO saliente. La distribución de las edades de los CEOS salientes presenta una mayor dispersión.

Figura 7

Edad del CEO por intervalos



Fuente: Elaboración propia.

3.2.5. Duración en el cargo

La consultora *Booz & Co* publicó en el verano de 2010 un informe sobre la sucesión del CEO a nivel mundial, tomando como periodo de referencia la década 2000-2009. Los resultados obtenidos describen una duración en el cargo decreciente, partiendo de mandatos medios de ocho años hasta alcanzar los 6,3 años en el 2009. Se llega a la conclusión de que el mandato del CEO es cada vez más corto y más intenso, dejando un estrecho margen de error frente a bajos rendimientos. Ante esta tendencia global, nos podemos preguntar sobre la realidad de este fenómeno en España. ¿Somos partícipes de esta tendencia? ¿Qué duración tienen los mandatos de los CEOS en España? Son preguntas a las que trataremos de dar respuesta a continuación.

En la Tabla 4 presentamos los resultados obtenidos en cuanto a la duración media en el cargo. En España, un CEO permanece en su puesto durante nueve años aproximadamente. Sin embargo, la elevada desviación típica (9,53 años) que presentan los datos indica importantes variaciones en los mandatos de los CEOS analizados. De esta forma llegamos a encontrar CEOS con un máximo de 43 años en su puesto y CEOS cuya presencia en la organización se podría catalogar de instantánea.

Tabla 4

Duración en el cargo

	μ	Máx.	Mín.	Desv. típica
DURACION EN EL CARGO COMO CEO	8,96	43	0	9,53

Fuente: Elaboración propia.

Antes que nada, debemos considerar que la sucesión del CEO es un fenómeno relativamente raro en las empresas. El 52,75% (Tabla 5) de las compañías analizadas no experimentaron ningún cambio de CEO. Dicho de otra forma, únicamente el 47,25% tuvieron uno o más de un cambio en el primer puesto ejecutivo. Si descomponemos esta cifra, comprobamos que el 32,97% de las sociedades experimentaron un cambio, un 10,44% experimentaron dos cambios, un 1,65% tres cambios y, finalmente, un 2,20% más de tres cambios. El elevado número de empresas en las que el CEO lo sigue siendo tras más de diez años ejerce una fuerte influencia en la duración media del mandato.

Tabla 5

Número de ceses por empresa

Número de ceses por empresa	Porcentaje
0	52,75
1	32,97
2	10,44
3	1,65
>3	2,20

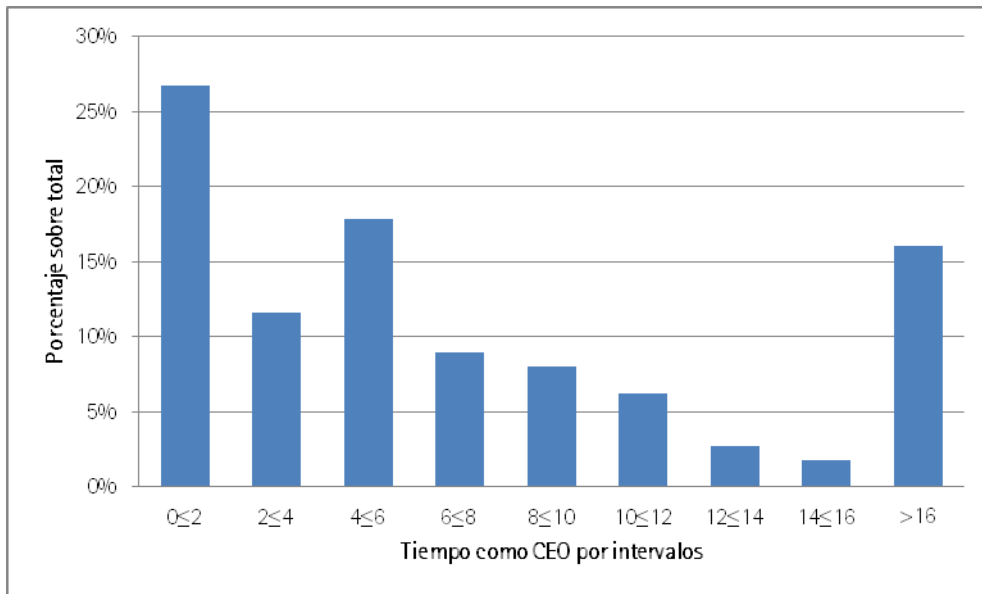
Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, tal y como hemos discutido, ante la importante repercusión de este tipo de acontecimientos, las compañías toman en cuenta la edad del CEO –entre otros factores– con el fin de asegurar un mandato de larga duración. El CEO, siempre y cuando cumpla con los objetivos y resultados esperados, cumplirá con normalidad su mandato, permaneciendo en su puesto durante el periodo de tiempo acordado por el consejo de administración. En este sentido, los resultados obtenidos en nuestro trabajo apuntan a un elevado número de sucesiones normales. Se entiende por sucesiones normales aquellas que se pueden enmarcar dentro de un plan de sucesión concreto de la empresa. Por tanto, entendemos que las sucesiones planificadas y las jubilaciones se pueden clasificar dentro de esta categoría. Ambas razones explican de forma conjunta el 30,08% de los ceses producidos en los últimos diez años. Al obtener un dato relativamente elevado, resulta lógico que nos encontremos frente a una duración media elevada en el cargo. Si los resultados indicasen un alto número de sucesiones involuntarias, sería de esperar encontrar una duración media menor. De esta forma, encontramos en el elevado número de sucesiones normales una segunda explicación a la duración media en el cargo.

En la Figura 8 presentamos el porcentaje de CEOs salientes en función de la duración del mandato. De esta forma se puede comprender mejor por qué encontramos una varianza tan elevada.

Figura 8

Tiempo como CEO por intervalos



Fuente: Elaboración propia.

Resulta sorprendente encontrar un número tan elevado de CEOs que han permanecido en su puesto durante un periodo inferior a dos años (26,79% sobre el total). Normalmente, las juntas de accionistas, al elegir a un nuevo CEO le conceden un mandato inicial de cuatro años. Este periodo se entiende como el suficiente y necesario para que el CEO entrante disponga de cierto margen para poder llevar a cabo sus políticas y para que se empiecen a ver los frutos de las mismas. Por este motivo, resulta sorprendente que un número considerable de CEOs no llegue a completar el mandato propuesto.

Si nos centramos únicamente en aquellos CEOs con mandatos inferiores a dos años y los clasificamos en función de la razón pública del cese, obtenemos los resultados presentados en la Tabla 6. Las fusiones y adquisiciones aparecen de nuevo como primer factor explicativo. Obtenemos que este tipo de operaciones explica el 30% de los ceses de CEOs con mandatos inferiores a dos años. Por otro lado, las sucesiones planificadas han propiciado el 16,7%, los malos resultados, el 13,3%, y los fichajes para puestos de mayor prestigio, un 10%. El dato más llamativo lo constituyen las sucesiones planificadas. Resulta curioso que se haya planificado una sucesión para un periodo de mandato tan breve. En este sentido resulta necesario hablar de los CEOs de “transición”. Tras el cese de un CEO, uno de los objetivos fundamentales de la compañía pasa a ser la búsqueda de un sucesor válido. El proceso de búsqueda de un nuevo CEO es una tarea difícil y, en muchos casos, si no existe un plan de sucesión preestablecido de antemano, la búsqueda del candidato idóneo se puede prolongar durante mucho tiempo propiciando la aparición de CEOs de transición. Las batallas entre los grupos de poder que controlan la empresa pueden jugar también un papel fundamental.

Tabla 6

Razón del cese del CEO ≤ 2 años en el cargo

Razón del cese del CEO ≤ 2 años en el cargo	
Fusiones y adquisiciones (M&A)	30,0%
Sucesión planificada	16,7%
Malos resultados	13,3%
Fichado para un puesto de mayor prestigio	10,0%
Jubilación	6,7%
Desacuerdo en la política de gestión	6,7%
Escándalo	6,7%
Motivos personales/enfermedad	3,3%
Muerte	3,3%
No se proporciona la razón	3,3%

Fuente: Elaboración propia.

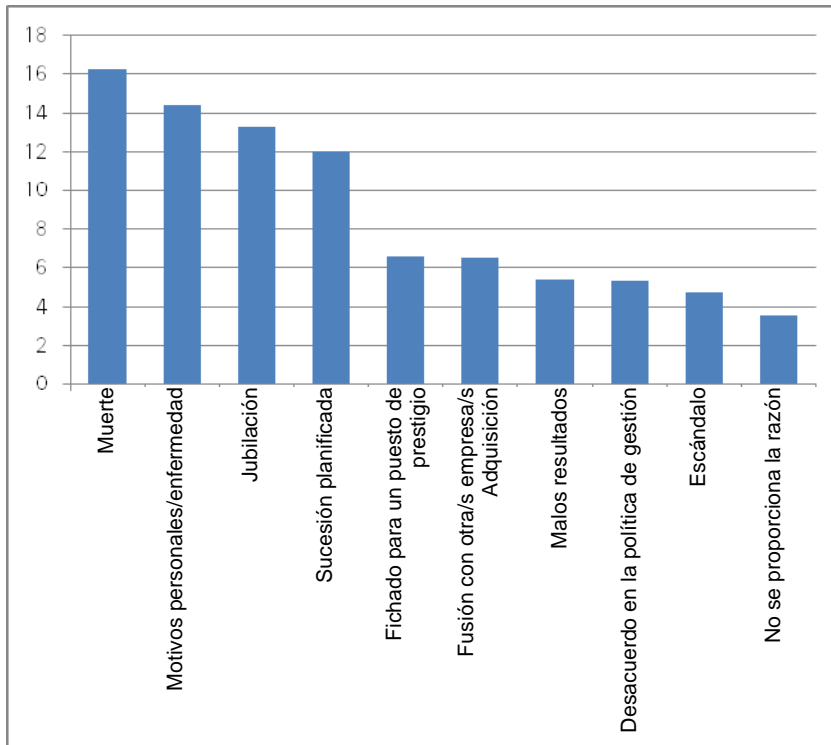
La Figura 9 nos puede ayudar a complementar la información en cuanto a las razones que propician la marcha prematura del CEO. En la Tabla 6 hemos analizado los ceses de los CEOs con mandatos inferiores a dos años. Ahora pasamos a analizar las distintas razones explicativas del cese en función del tiempo en el cargo. La diferencia consiste en que en la Figura 9 se muestran los mandatos medios en función de las distintas razones, mientras que en el anterior se mostraban únicamente los porcentajes de CEOs con mandatos inferiores a dos años en función de las distintas razones. Las distintas políticas y estrategias implantadas por el CEO no siempre tienen un impacto inmediato en la compañía: se requiere un cierto tiempo para que los cambios tengan efecto y los resultados salgan a la luz. De forma similar, pero siguiendo el camino inverso, existen ciertos factores negativos que no siempre desembocan de forma inmediata en el despido o dimisión del CEO. Por ejemplo, en el caso de los malos resultados y los desacuerdos en las políticas de gestión, estos no suelen ocurrir de forma repentina y provocando una marcha forzada del CEO. Se trata más bien de factores de desgaste que desembocan en el cambio del primer ejecutivo cuando no han sido bien gestionados y cuando no se ha sido capaz de dar la vuelta a la situación. Se puede decir que en estos casos exige un margen, más o menos limitado en función de las circunstancias particulares de cada organización, pero si finalmente no se resuelven los problemas, el desenlace es siempre el mismo. De este modo resulta que los CEOs que han obtenido malos resultados han dejado su puesto tras un periodo medio de 5,4 años, y los que se han visto inmersos en desacuerdos en la política de gestión, tras 5,3 años.

Respecto a los escándalos, estos se suelen producir cuando el CEO lleva ya un tiempo (4,8 años) en la organización. Al igual que sucede con el resto de personas, el CEO puede engañar a la gente que le rodea, tratando de encubrir su comportamiento moralmente reprochable. Esta forma de actuar se puede tratar de ocultar, pero tal y como muestran nuestros resultados, el periodo de tiempo suele ser generalmente breve. En el caso del CEO, la supervisión a la que es sometido por los órganos reguladores y por el propio mercado acentúa más si cabe la necesidad de un comportamiento íntegro y acorde con los estándares éticos más exigentes. Visto desde una perspectiva positiva, el CEO que es capaz de mantenerse en su puesto durante un periodo

largo de tiempo, lo es en virtud de su profesionalidad y de sus características personales (entre otros muchos factores), dentro de las cuales se encuentra la dimensión ética.

Figura 9

Tiempo medio en el cargo por razón explicativa del cese



Fuente: Elaboración propia.

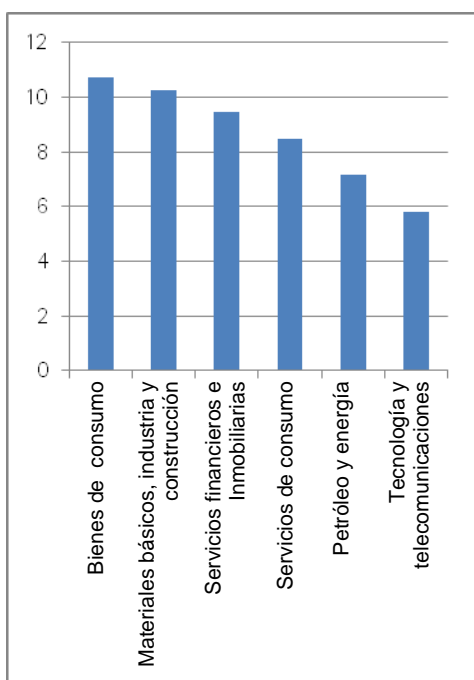
En los apartados anteriores ya se ha señalado que, en muchas ocasiones, las empresas poseen incentivos para no hacer pública la verdadera razón por la que se produce el cese (Weisbach, 1988). Al analizar las razones en función de la duración media de los mandatos, obtenemos resultados que refuerzan esta tesis. Para evitar posibles desprestigios y daños en la reputación corporativa, las empresas suelen encubrir los ceses “incómodos” bajo motivos de tipo genérico. Sin embargo, también se dan casos en los que no se hace público ningún tipo de explicación. Bajo esta circunstancia encontramos a los CEOs con los mandatos más cortos (3,5 años). Este hecho nos lleva a pensar que, cuando la empresa no menciona los motivos que han suscitado el cese, lo hace con el fin de evitar posibles daños ocasionados fruto de las negativas circunstancias en las que se ha producido dicho cese.

Por otro lado, también debemos destacar las razones por las que dejan su puesto los CEOs que más tiempo han permanecido en el poder. Cuando hemos analizado las causas que han suscitado el cese de los CEOs con mandatos más cortos, se han podido extraer una serie de conclusiones respecto a posibles factores de fracaso del CEO. En cambio, al estudiar las razones por las que dejan su puesto los máximos ejecutivos, no podemos añadir información en cuanto a posibles factores de éxito. Los datos obtenidos señalan que los CEOs con mandatos más largos dejaron su puesto debido a su muerte (16,3 años), motivos personales o enfermedad (14,4 años), jubilación (13,3 años) y sucesión planificada (12 años). Si consideramos a un CEO exitoso como aquel que consigue mantenerse en el poder durante más tiempo, podemos decir que este

acabará dejando su puesto debido a –salvo en los pocos casos de muerte–⁸ factores en los que su propia voluntad ejerce un papel decisivo. En contraposición a los datos extraídos de los CEOS con mandatos más breves, se puede decir que aquellos que consiguen establecerse en el poder por más tiempo, raramente dejan su puesto para incorporarse a otro de mayor prestigio. Asimismo, también cabría pensar que, frente a posibles OPAS hostiles, la eventual aparición de malos resultados, escándalos o posibles desacuerdos en la política de gestión, el CEO con más experiencia es capaz de hacer frente de forma satisfactoria a estos problemas.

Figura 10

Tiempo medio en el cargo por sectores



Fuente: Elaboración propia.

En último lugar, también cabría hacer una breve referencia a la influencia del sector en cuanto a los mandatos medios de los CEOS. Los sectores en los que los máximos ejecutivos, de media, se han mantenido durante más tiempo en su cargo, han sido el de bienes de consumo (con un cargo medio de 10,7 años), el de materiales básicos, industria y construcción (10,27 años), y el de servicios financieros e inmobiliarios (9,48 años). En contraposición, los CEOS con mandatos más cortos han pertenecido a los sectores de tecnología y telecomunicaciones (5,8 años), petróleo y energía (5,2 años), y servicios de consumo (8,5 años).

⁸ Conviene advertir sobre posibles malinterpretaciones respecto a los estadísticos proporcionados. En la Figura 9 se presenta el tiempo medio en el cargo por razón explicativa de cese. Esto es, se catalogaron a los CEOS en función de la razón que propició su cese, después se calculó la media de los mandatos de los CEOS para cada razón explicativa. Por ello, esta información se debe interpretar con cuidado. Por ejemplo, los casos en los que el CEO falleció fueron muy pocos; no obstante, coincidió con que la mayoría había permanecido en el poder durante mucho tiempo.

4. Conclusiones

El presente trabajo presenta una descripción precisa de lo sucedido en España en los últimos diez años en cuanto a la rotación del CEO. Los datos extraídos a partir de nuestro análisis cuantitativo permiten comprender mejor por qué se producen los ceses del CEO. El 47,17% de las sociedades analizadas experimentaron uno o más cambios de CEO en el periodo de estudio. Asimismo, los años con una mayor rotación fueron 2009 y 2010. En cuanto a las razones o motivos que explican el cese del CEO, los más relevantes fueron las fusiones y adquisiciones, las sucesiones planificadas y las jubilaciones. Resulta llamativo el importante número de sucesiones planificadas. Este hecho nos hace pensar en un efecto positivo de las reformas implantadas a partir de las distintas recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Por otro lado, los sectores con una mayor rotación del CEO han sido el de servicios financieros e inmobiliarios y el de bienes de consumo. Igualmente, los subsectores protagonistas fueron el inmobiliario y el bancario. En este sentido, llama la atención el pico de ceses en el sector inmobiliario en el año 2006. Este punto máximo coincide con un importante repunte de las operaciones de fusiones y adquisiciones. En cuanto a la edad del CEO, la edad media del CEO saliente se sitúa en 62 años, y la del CEO entrante, en 56. Si nos referimos al mandato medio, en España el CEO permanece durante nueve años de media en su puesto. Al filtrar el tiempo en el cargo por sectores, obtenemos que los CEOs que permanecen por más tiempo en su cargo pertenecen a empresas de los sectores de bienes y consumo y materiales básicos, industria y construcción. Por otro lado, los CEOs que han conseguido permanecer por más tiempo en su cargo dejaron su posición debido a la muerte, motivos personales o enfermedad y a las jubilaciones. Este primer estudio nos abre las puertas a futuros análisis estadísticos más complejos que nos permitan establecer relaciones precisas entre las distintas variables.

Anexo 1

Teorías comúnmente aceptadas sobre la motivación de las fusiones y adquisiciones

Teoría	Explicación
Sinergia operativa	Mejora de la eficiencia operativa mediante economías de escala y de amplitud mediante la compra de un cliente, proveedor o competidor.
Sinergia financiera	Menor coste del capital.
Diversificación	Posicionar la empresa con productos y en mercados de mayor crecimiento.
Poder de mercado	Incrementar cuota de mercado para mejorar la capacidad de fijar precios por encima de los niveles de competencia.
Reordenación estratégica	Adquirir capacidades que permitan una adaptación más rápida a cambios ambientales.
Arrogancia directiva	El comprador piensa que su valoración de la empresa objetivo es más precisa que la del mercado, provocando en muchos casos un sobreprecio al sobreestimar las posibles sinergias.
Compra de activos infravalorados	Compra de activos más baratos cuando el precio de las acciones de las compañías es más barato que el coste de comprarlos o construirlos directamente.
Mala gestión (problemas de agencia)	Despedir a los directivos que no actúan según el mejor interés de los accionistas.
Gerencialismo	Incrementar el tamaño de la compañía para aumentar el poder y retribución de los directivos.
Consideraciones fiscales	Obtener pérdidas netas de explotación no utilizadas, créditos fiscales, sustituir las ganancias de capital por ingresos ordinarios, etc.

Fuente: DePamphilis (2007).

Referencias

- Brady, G.F. y D.L. Helmich (1984), «Executive succession», Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ).
- Agrawal, A. y C. Knoeber (1996), «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, septiembre, págs. 377-397.
- Baker, M. y O. Gompers (2003), «The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering», *The Journal of Law and Economics*, 46 (2), págs. 569-598.
- Barroso, C., M. Domínguez, J. Galán y E. Ramos (1999), «Causas y consecuencias de la sucesión directiva», Universidad de Sevilla.
- Beasley, M. (1996), «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud», *Accounting Review*, 71, págs. 443-465.
- Berle, A.A. y G.C. Means (1932), «The modern corporation and private property», Macmillan, Nueva York.
- Boeker, W. (1992), «Power and managerial dismissal: scapegoating at the top», *Administrative Science Quarterly*, 37 (3), págs. 400-421.
- Borokhovich, K.A., R. Parrino y T. Trampani (1996), «Outside directors and CEO selection», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, págs. 337-362.
- Brickley, J.A. (2003), «Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion», *Journal of Accounting and Economics*, 36, págs. 227-233.
- Coles, J.L., N.D. Daniel y L. Naveen (2008), «Boards: Does one size fit all?», *Journal of Financial Economics*, 87 (2), págs. 329-356.
- Core, J.E., R. Holthausen y D.F. Larcker (1999), «Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance», *Journal of Financial Economics*, 51, págs. 371-406.
- Core, J. y D. Larcker (2002), «Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership», *Journal of Financial Economics*, 64 (3), págs. 317-340.
- DePamphilis, D. (2007), «Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions», 4ª ed., Elsevier/Academic Press: San Diego.
- Fama, E. y M. Jensen (1983), «Separation of Ownership and Control», *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, 2, págs. 301-325.
- Favaro, K., P. Karlsson y G. Neilson (2010), «CEO Succession 2000-2009: A Decade of Convergence and Compression», *Booz and Company strategy+business magazine*, 59, verano, págs. 1-15.
- Fich, E.M. y A. Shivdasani (2005), «Financial fraud, director reputation and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 86 (2), págs. 306-336.

- Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick y S. Baumrin (1988), «A model of CEO dismissal», *Academy of Management Review*, 13 (2), págs. 255-270.
- Giambatista, R.C., W.G. Rowe et al. (2005), «Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994», *Leadership Quarterly*, 16(6), págs. 963-991.
- Goyal, V.K. y C.W. Park (2002), «Board leadership structure and CEO turnover», *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, 1, págs. 49-66.
- Grusky, O. (1961), «Corporate size, bureaucratization, and managerial succession», *The American Journal of Sociology*, 67 (3), págs. 261-269.
- Henderson, A.D., D. Miller y D. C. Hambrick (2006), «How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance», *Strategic Management Journal*, 27 (5), págs. 447-460.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 4, págs. 305-360.
- Jensen, M.C. (1993), «The modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, 48 (3), págs. 831-880.
- Jensen, M.C. y W. H. Meckling (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305-360.
- Kaplan y Minton (2006), «How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs», National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12465.
- Kieschnick, R. y R. Moussawi (2004), «The board of directors: a bargaining perspective?», Working Paper, University of Texas.
- Lipton, M. y J.W. Lorsch (1992), «A modest proposal for improved corporate governance», *Business Lawyer*, 48 (1), págs. 59-77.
- Martin, K.J. y J.J. McConnell (1991), «Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover», *Journal of Finance*, 46 (2), págs. 671-687.
- Morck, E., A. Schleifer y R. Vishny (1988), «Management ownership and market valuation: anempirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 18, págs. 293-315.
- Murphy, K.J. (1999), «Executive compensation», en Ashenfelter, O. y D. Card (eds.), «Handbook of Labor Economics 3 (II)», Elsevier, Nueva York.
- Murphy, K.J. y J.L. Zimmerman (1993), «Financial performance surrounding CEO turnover», *Journal of Accounting and Economics*, 16, págs. 273-315.
- Ocasio, W. (1994), «Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990», *Administrative Science Quarterly*, 39 (2), págs. 285-312.
- Perry, T. y U. Peyer (2005), «Board seat accumulation by executives: a shareholder's perspective», *Journal of Finance*, 60 (4), págs. 2.083-2.123.

- Pfeffer, J. (1981), «Management as symbolic action: the creation and maintenance of organizational paradigms», *Research in Organizational Behavior*, 3, págs. 1-52.
- Salancik, G. y J. Pfeffer (1980), «Effects of ownership and performance on executive succession in US corporations», *Academy of Management Journal*, 23 (4), págs. 653-664.
- Santana, J. e I. Aguiar (2006), «El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 26, págs. 47-72.
- Shivdasani, A. y D. Yermack (1999), «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis», *Journal of Finance*, 54 (5), págs. 1.829-1.853.
- Stein, G. y J. Capapé (2009), «Factors of CEO Failure: Mapping the Debate», Estudio IESE (Study-85).
- Stein, G. y S. Plaza (2011), «The Role of the Independent Director in CEO Supervision and Turnover». IESE Business School Working Paper No. 133.
- Stein, G. y A. San Martin (2009), «La sucesión del CEO», IESE Business School, Study No. 80.
- Vancil, R. (1987), «Passing the baton: Managing the process of CEO succession», Harvard Business School Press, Boston.
- Weisbach, M. (1988), «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, págs. 431-460.
- Yermack, D. (1996), «Higher valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40 (2), págs. 185-212.