

**LOS CONSEJEROS DOMINICALES Y
LA ROTACIÓN DEL PRIMER EJECUTIVO**
Evidencias de las empresas cotizadas españolas
durante el periodo 2007-2010

Guido Stein

Manuel Gallego

LOS CONSEJEROS DOMINICALES Y LA ROTACIÓN DEL PRIMER EJECUTIVO

Evidencias de las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2007-2010

Guido Stein¹

Manuel Gallego²

Resumen

Este trabajo avanza en la investigación sobre la sucesión del CEO³, la composición del Consejo de Administración y las redes de consejeros, examinando cómo los consejeros dominicales y la pertenencia a múltiples consejos afectan a la probabilidad de despido del máximo responsable ejecutivo de la compañía. Haciendo uso de una nueva base de datos que cubre todas las sucesiones de CEO ocurridas en las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2007-2010, proponemos que los consejeros dominicales pueden incrementar los esfuerzos de supervisión y vigilancia por parte del consejo sobre el CEO, obligándolo a dimitir en situaciones de bajo desempeño. El estudio también aborda la pertenencia a múltiples consejos, ofreciendo evidencias sobre los efectos beneficiosos que esas consejerías proporcionan, ya que permiten acumular experiencia y aprendizaje de primera mano en otras compañías. Las hipótesis se han contrastado longitudinalmente utilizando los datos sobre las sucesiones de CEO tomados de ciento once empresas cotizadas en el mercado continuo en un periodo de cuatro años.

¹ Profesor, Departamento de Dirección de Personas en Organizaciones, IESE.

² Asistente de investigación.

³ *Chief executive officer*; en español, «consejero delegado».

LOS CONSEJEROS DOMINICALES Y LA ROTACIÓN DEL PRIMER EJECUTIVO

Evidencias de las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2007-2010

Introducción

Numerosos estudios en la literatura sobre gobierno corporativo han abordado la sucesión del CEO examinando cómo diferentes configuraciones del consejo pueden incrementar la vigilancia de los altos ejecutivos. De este modo, la presencia de vocales externos en el consejo ha sido propuesta como un factor que reduce los costes de agencia, ya que alinea los intereses de directivos y accionistas (Weisbach, 1988; Boeker, 1992; Cannella, Finkelstein y Hambrick, 2008).

En los últimos años, estudios como los de Shen (2005), Hambrick y Jackson (2000), Hillman et ál. (2010) y Finkelstein, Hambrick y Cannella (2008) han llamado la atención sobre la conveniencia de incorporar al consejo, administradores que ostenten participaciones significativas en el capital de la sociedad, de manera que se mejore de un modo efectivo el seguimiento sobre el ejecutivo jefe.

Al contrario que otros modelos de gobierno corporativo alrededor del mundo, el español está caracterizado por los sucesivos códigos de buen gobierno emitidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en los que se definen tres categorías de consejero: ejecutivo, independiente y dominical. La nota diferenciadora del modelo español es la figura del dominical, un tipo especial de consejero externo. De acuerdo con el *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, los consejeros que poseen una participación accionarial por encima o igual a la del umbral legalmente determinado para participaciones significativas, o han sido nombrados debido a su estatus de accionistas o de representantes de estos son clasificados como dominicales (CNMV, 2006).

De 2007 a 2010, la presencia del consejero dominical ha sido predominante en el panorama del gobierno corporativo español, superando en más de 10 puntos porcentuales al consejero independiente y doblando la proporción de los ejecutivos. En nuestra muestra, que abarca todas las empresas cotizadas durante el periodo 2007-2010, la proporción de consejeros dominicales supone el 42,8% del número total de consejeros. En relación con los ejecutivos y los independientes, sus porcentajes suponen el 20,6 y el 31,3%, respectivamente.

Tabla 1

	Media
Proporción de consejeros dominicales	42,8%
Proporción de consejeros independientes	31,1%
Proporción de consejeros ejecutivos	20,6%
Proporción de otros consejeros externos	5,5%

La figura del consejero dominical que aparece en el ordenamiento español supone un desafío a la dualidad administrador-propietario, en palabras de De Ros (2007):

A través del concepto de consejero dominical, nuestro sistema establece un puente entre la administración societaria y el capital de las sociedades, [...] como suma relativa y dinámica de accionistas y de grupos de accionistas que actúan legítimamente en defensa de sus intereses patrimoniales y que tienen o pueden tener derecho de representación en el Consejo de Administración.

Si bien la regulación española considera la posesión de un porcentaje significativo de acciones o su representación como una causa de pérdida de independencia (CNMV, 2006), otros códigos alrededor del mundo no reconocen tal inconsistencia (De Ros, 2007). Por ejemplo, la U.S. Securities and Exchange Commission, en el *NYSE Listed Company Manual*, defiende que:

[...] en relación con la independencia respecto del equipo directivo, la Comisión no percibe la propiedad de un número significativo de acciones, en sí mismo, como una barrera a la consideración de independiente.

Nuestro trabajo aborda estas cuestiones planteando dos preguntas de investigación. En primer lugar, ¿la proporción de consejeros dominicales incrementa la probabilidad de despido del primer ejecutivo en situaciones de bajo desempeño? Y en segundo lugar, ¿la proporción de consejeros que pertenecen simultáneamente a otros consejos incrementa la probabilidad de despido del máximo responsable ejecutivo?

Como resultado, nuestro modelo proporciona evidencias del papel beneficioso que se puede atribuir al consejero dominical y a las redes de consejeros en las tareas de supervisión y control del máximo responsable ejecutivo de una empresa.

El primer ejecutivo

En la bibliografía existente sobre CEO *succession*, que se remonta a los primeros trabajos de Grusky en los años sesenta⁴, se ha considerado en la mayoría de los casos la figura del CEO, y en caso de no ser nombrada tal figura por cada empresa, se recurre al *chief operations officer* (COO) o al *chairman* o *president*. En la siguiente tabla se muestra un resumen de los cargos utilizados en estudios sobre la sucesión del *chief executive* en una selección de artículos influyentes:

Tabla 2

James y Soref (1981)	Eligen entre <i>chairman</i> , <i>president</i> y <i>CEO</i> a aquel que aparece reflejado en alguna noticia de prensa como <i>chief executive</i> .
Dalton y Kesner (1983)	CEO.
Coughlan y Schmidt (1985)	CEO.
Weisbach (1988)	CEO.
Puffer y Weintrop (1991)	CEO.
Boeker (1992)	Responsable de las operaciones de la organización: elige entre el CEO y el COO, en función de quién tiene más «autoridad operativa».
Ocasio (1994)	CEO.
Pitcher, Chreim y Kisfalvi (2000)	CEO, <i>chairman</i> y <i>president</i> .
Shen y Cannella (2002)	CEO.
Graffin y Carpenter (2011)	CEO.
Wiersema y Zhang (2011)	CEO.
Kaplan y Minton (2012)	CEO.

A nuestro juicio, valerse de la persona con el cargo de CEO –o, en el caso español, del «consejero delegado»– supone simplificar un análisis mucho más complejo, puesto que la idea de «primer ejecutivo», que definirá el objeto de nuestra investigación, es oscura y borrosa.⁵ Decimos que es borrosa porque no es siempre posible dissociarla y establecer unos límites claros respecto del presidente del Consejo de Administración, de la comisión ejecutiva o delegada o de los diversos consejeros delegados y directores generales que pueden estar ejerciendo su función a la vez en una empresa: ¿cuántas facultades delegadas debe ostentar el «primer ejecutivo» para ser considerado como tal? ¿El hecho de que algunas facultades queden en manos de otro directivo o consejero hace que el «primer ejecutivo» no pueda ser considerado como la «persona de vértice» en la organización?

⁴ Cfr. Grusky, O.: «Role Conflict in Organization: A Study of Prison Camp Officials», *Administrative Science Quarterly*, 3 (1959), pp. 463-467.

–«Administrative Succession in Formal Organizations», *Social Forces*, 39 (1960), pp. 105-115.

–«Corporate Size, Bureaucratization, and Managerial Succession», *American Journal of Sociology*, 67 (1961), pp. 263-269.

–«Managerial Succession and Organizational Effectiveness», *American Journal of Sociology*, 69 (1963), pp. 21-31.

–«Reply to Scapegoating in Baseball», *American Journal of Sociology*, 70 (1964a), pp. 72-76.

–«The Effects of Succession: A Comparative Study of Military and Business Organizations», en M. Janowitz (edit.): *The New Military. Changing Patterns of Organization*, New York, Russell Sage Foundation, 1964b.

–«Succession with an Ally», *Administrative Science Quarterly*, 14 (1969), pp. 155-170.

⁵ Notaremos por idea *oscura* aquella en la que no se distinguen nitidamente sus partes, y por idea *borrosa*, aquella en la que no se distinguen sus límites con claridad, frente a las ideas *distintas* y *claras*.

Fijémonos, por ejemplo, en el caso de Antena 3 de Televisión. Esta empresa constaba, en 2011, de un presidente con carácter de consejero ejecutivo, José Manuel Lara; un vicepresidente, también con carácter de consejero ejecutivo, Maurizio Carlotti; y, por último un CEO, Silvio González, con «todas las facultades del Consejo de Administración delegadas, salvo las indelegables».

Por otro lado, a la idea de «primer ejecutivo» le asignamos la nota de *oscuridad* en virtud de la falta de claridad al intentar ver las partes de que esta consta: ¿qué facultades propias del consejo deben ser delegadas al ejecutivo en cuestión para que este sea considerado como el «máximo ejecutivo»? Por ejemplo, Prosegur, en 2008, disponía de un presidente con carácter de consejero ejecutivo y de un CEO; ambos se repartían facultades delegadas por parte del consejo, según aparece en el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) de ese mismo año: «El CEO tiene delegadas a su favor todas las facultades del Consejo de Administración, salvo las indelegables»; así mismo, «la presidenta de la sociedad, en cuanto presidenta ejecutiva que es, tiene otorgadas a su favor, de forma permanente, amplias facultades de administración y disposición».

Identificación

Como hemos visto en el anterior apartado, la identificación del «primer ejecutivo» no se puede limitar a buscar a la persona con el cargo de CEO o, suponiendo que esta no exista, recurrir al *chairman* o *president*. El primer ejecutivo de una empresa puede adoptar muchas y muy diversas denominaciones, que se corresponden con diferentes configuraciones del poder corporativo. CEO, director general o presidente ejecutivo son todos ellos cargos corporativos que puede ostentar la persona con los máximos poderes ejecutivos dentro de una compañía. En nuestra investigación hemos identificado 11 títulos diferentes con los que las compañías cotizadas españolas designan al primer ejecutivo o persona de vértice de su organización:

Tabla 3

Cargo formal del <i>primer ejecutivo</i>
Consejero-director general
CEO
Director general
Director general de operaciones
Presidente
Presidente ejecutivo
Presidente, con carácter de consejero ejecutivo
Presidente-CEO
Presidente-director general
Vicepresidente -CEO
Vicepresidente ejecutivo

La forma más habitual en la que aparece el primer ejecutivo de una compañía cotizada española es la de CEO seguida de la de presidente ejecutivo. Otras formas alternativas que también están presentes son la de director general (ya sea este consejero o no⁶) y la de comisión ejecutiva, siendo este último caso problemático a la hora de identificar a una única persona como máximo ejecutivo.

También existen fórmulas de *copresidencia*, como en el caso del Banco Popular, que, en 2005, informó en su IAGC de dicha estructura de poder: en aquel ejercicio, el banco contaba con dos presidentes, Javier Valls y Ángel Ron, además de con un CEO, Francisco Fernández Dopico. Javier Valls era presidente del consejo, mientras que Ángel Ron lo era de la comisión ejecutiva; el primero carecía de atribuciones ejecutivas (según el propio IAGC, pese a ser catalogado como *consejero ejecutivo* debido a «recibir sus haberes por nómina y dedicarse profesionalmente en exclusiva al banco»), mientras que el segundo era considerado *presidente ejecutivo*. Por su parte, el CEO tenía cedidas funciones en el ámbito del negocio comercial, reservándose las áreas de un marcado carácter estratégico, institucional y de presencia externa para Ángel Ron.

En octubre de 2004, el diario *ABC* recogía unas declaraciones de Luis Valls, anterior *copresidente* a Ángel Ron, sobre su sucesión en la presidencia del banco: «La gente está preocupada por la sucesión del banco. Dado que una parte del problema soy yo, resolvamos ahora que está en nuestras manos todas las cuestiones que plantea la sucesión: relevo en la copresidencia por el actual CEO y sustitución de este por el actual director general».

En nuestra investigación hemos centrado el foco en el estudio de tres fuentes distintas de información, que nos han proporcionado los datos necesarios para abordar esta cuestión de forma sistemática. En primer lugar, los IAGC, que cada empresa cotizada española debe entregar a la CNMV de forma anual. Estos informes contienen datos sobre la estructura de propiedad de la empresa, el Consejo de Administración, la junta general de accionistas y, en definitiva, el funcionamiento de los órganos de administración de la sociedad. Los IAGC posteriores al año 2007 siguen una estructura similar, y, en estos, los apartados B.1.2 y B.2 informan de la composición del Consejo de Administración y de las eventuales comisiones que puedan existir. Las facultades delegadas en el CEO, en caso de existir esa figura, se muestran en el apartado B.1.6.

Tabla 4

Estructura de la propiedad	
A.2	Titulares de participaciones significativas, excluidos los consejeros
A.3	Participaciones accionariales de los consejeros
Estructura de la administración de la sociedad	
B.1.2	Consejeros, cargos, fechas de nombramiento y procedimiento de elección
B.1.5	Motivos aducidos en los ceses de consejeros
B.1.6	Facultades delegadas en los consejeros
B.1.12	Altos ejecutivos que no son consejeros
B.1.21	Dualidad CEO-presidente del consejo

⁶ *Tubos Reunidos S.A.*, empresa cuyo consejo de administración presidía en 2011 el consejero externo Pedro Abasolo, tenía como primer ejecutivo a Luis Fernando Noguera, calificado como consejero-director general. Por su parte, *Inypsa Informes y Proyectos, S.A.*, contaba también en 2011 con un director general como primer ejecutivo, Jairo González, que no era vocal del consejo.

Existe un caso de especial complejidad que, a primera vista, se presenta como engañoso. El punto B.1.21 en los IAGC pide explicar «si la función de primer ejecutivo de la sociedad recae en el cargo de presidente del Consejo». A nuestro juicio, la respuesta dada por cada empresa a ese apartado debe ser estudiada individualmente, ya que abundan los casos de empresas que afirman la inexistencia de dualidad de presidente y primer ejecutivo y, al mismo tiempo, mantienen al presidente del consejo como consejero ejecutivo; recordemos que el Código publicado por la CNMV en 2007 considera a los consejeros ejecutivos como «aquellos consejeros que desempeñan funciones de alta dirección o son empleados de la sociedad o de su grupo». ¿Cómo puede defenderse que un presidente del consejo que sea a su vez consejero ejecutivo, y, por ello, «desempeñe funciones de alta dirección o sea empleado de la sociedad o de su grupo», no sea a su vez el primer ejecutivo de la sociedad? A nuestro juicio, existe una razón fundamental que daría cuenta de por qué muchas empresas niegan la dualidad del CEO: las últimas corrientes teóricas en el campo del gobierno corporativo van a favor de una separación de poderes entre presidente del consejo y CEO. No sería de extrañar que la tendencia en las empresas sea la de aparentar o, por lo menos, dar una imagen de separación de cargos. Con esto no queremos decir que no sean transparentes en los IAGC, sino que tomen, legítimamente, definiciones de primer ejecutivo de menor extensión que la que manejamos en nuestra investigación.

Dicho esto, estamos en condiciones de identificar al máximo ejecutivo de una compañía: en caso de que este sea vocal del consejo, necesariamente ha de ser catalogado como «consejero ejecutivo de la sociedad» y, además, tener delegadas todas las facultades permitidas del consejo. Puede darse el caso de que el primer ejecutivo no sea vocal del consejo, circunstancia esta que nos lleva a elegir al director general que aparece en el punto B.1.12.

En ocasiones, el consejo opta por no delegar sus facultades en una o varias personas, sino que lo hace en una comisión ejecutiva o delegada. Este es el caso de Vueling Airlines, que, en 2007, carecía de consejeros con carácter ejecutivo, y, en su lugar, nombró una comisión ejecutiva presidida por el presidente del consejo, Josep Piqué, de carácter independiente, pero habiendo delegado en la comisión «de forma permanente las funciones del Consejo de Administración».

Facultades delegadas

Según la Ley de Sociedades de Capital, el Consejo de Administración es el órgano que asume la administración de la sociedad, pudiendo este delegar la mayor parte de sus facultades⁷ en un CEO o en una comisión ejecutiva. Para esto se requiere el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del consejo.

La identificación del máximo responsable ejecutivo de una empresa requiere conocer cuáles son las facultades que el consejo ha delegado en él para que pueda ejercer como tal. En el **Anexo 1** se incluyen las facultades delegadas en consejeros de la sociedad de una muestra representativa de las grandes empresas españolas cotizadas.

⁷ Artículo 249: En ningún caso podrán ser objeto de delegación la rendición de cuentas de la gestión social y la presentación de balances a la junta general, ni las facultades que esta conceda al consejo, salvo que fuese expresamente autorizado por ella.

Marcos teóricos

Teoría de la agencia

La teoría de la agencia es el marco teórico más ampliamente utilizado en el estudio del gobierno de las empresas. Tiene su origen en el denominado «problema de agencia» que surge siempre que el poseedor de una riqueza contrata con otra persona su gestión. En tal circunstancia, se dice que el principal de la relación (el poseedor de la riqueza) está en conflicto con el agente (el gestor de la riqueza).

Con el paulatino incremento en el número y en la diversidad de los accionistas, como mostraron Berle y Means (1932), el accionariado se fue convirtiendo en un conjunto heterogéneo de personas e instituciones con intereses enfrentados en muchos casos. En este contexto, el poder en las organizaciones empresariales se desplazó desde los accionistas hacia los administradores de la sociedad.

El célebre estudio de Berle y Means inició una corriente de investigación sobre las implicaciones que la separación entre propietarios (principales) y control (agentes) pueden tener en la empresa. La teoría de la agencia tiene mucho que decir en el dominio de la sucesión de ejecutivos, como afirman Jensen y Meckling (1976) o Eisenhardt (1989). Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, los consejos de administración pueden ser utilizados como vigilantes de los intereses de los accionistas (Fama y Jensen, 1983).

En la literatura sobre la sucesión de altos directivos, la perspectiva de la agencia ha sido utilizada para hacer predicciones basadas en la composición del consejo. Por ejemplo, Salancik y Pfeffer (1980) establecieron que «cuanto mayor sea la proporción de consejeros ejecutivos, menor será el efecto del bajo rendimiento sobre la permanencia en el cargo del CEO». De un modo similar, Weisbach (1988) sugirió que «la relación entre bajo desempeño y rotación de directivos varía con la composición del consejo», y Boeker (1992) apuntó que «las organizaciones con un bajo desempeño, en las que la proporción de consejeros ejecutivos sobre externos es alta, serán menos propensas a despedir al máximo ejecutivo que las organizaciones con un bajo desempeño, en las que la proporción de ejecutivos sobre externos es pequeña».

El consejero dominical representa la vigilancia directa sobre el equipo directivo llevada a cabo por un importante accionista de la empresa que tiene su propio dinero en juego.

La teoría de la agencia explica el gobierno de la empresa como un contrato entre accionistas (el principal de la relación) y administradores o consejeros (el agente), en el que los administradores buscan maximizar su beneficio personal en detrimento de los accionistas a los que supuestamente sirven. En esta relación accionistas-administradores se presupone un acceso asimétrico a la información, con una clara ventaja de los administradores sobre los accionistas, que reciben información siempre dependiente de los primeros.

Desde la teoría de la agencia, los consejeros actúan como si la empresa fuera de su propiedad, recibiendo remuneraciones desproporcionadas y múltiples beneficios en perjuicio de los accionistas. Es más: los consejeros toman decisiones más arriesgadas de las que asumirían los propietarios de la empresa.

Esta tesis fue propuesta por los economistas financieros Eugene Fama y Michael Jensen en 1983, y permite explorar las posibles relaciones existentes entre los sistemas de gobierno de una empresa y su desempeño. En el estudio que nos ocupa a nosotros, la teoría de la agencia permite hacer predicciones sobre la probabilidad de despido del máximo ejecutivo, en función de la composición y la estructura del Consejo de Administración.

Tabla 5

Consideraciones de la teoría de la agencia
Accionariado heterogéneo y disperso.
Los consejeros buscan maximizar su propio beneficio en detrimento de los accionistas.
Predicciones
Cuando no existe dualidad del CEO, el desempeño de la empresa se ve incrementado.
Una mayor proporción de consejeros externos en el consejo implicará un mayor desempeño organizativo.
Cuando el alineamiento entre los intereses de los consejeros y los intereses de los accionistas coincide, el desempeño corporativo será elevado.
La independencia de los consejeros con respecto al equipo directivo incrementará el desempeño de la empresa.

Adaptado de Muth y otros (1998) e Eisenhardt (1989).

Teoría del servidor (*stewardship theory*)

La teoría del servidor ofrece una visión del gobierno corporativo desde un prisma diferente: ahora, los gestores son vistos como leales representantes de los intereses de los accionistas en contraposición con el consejero maximizador de utilidad de la teoría de la agencia.

En esta teoría, el equipo directivo es considerado como interesado, principalmente, en incrementar el desempeño de la empresa en beneficio de los accionistas: los ejecutivos son representantes adecuados de los intereses de los accionistas. Siguiendo esta argumentación, los directivos tienen un amplio abanico de motivaciones que no están en conflicto con los accionistas y, por tanto, no existe enfrentamiento en la separación del control y la propiedad de la empresa.

Esta teoría refleja una visión legalista de la empresa, en la que los accionistas nombran a los consejeros para que estos obren en defensa de sus intereses. Los consejeros actúan «con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal», como se lee en el Código de la CNMV, informando a los accionistas de sus decisiones en la gestión de su capital.

El deber de diligencia y de lealtad viene especificado en la Ley de Sociedades de Capital, donde el capítulo III del título VI establece:

Artículo 225. Deber de diligente administración.

- 1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario.*
- 2. Cada uno de los administradores deberá informarse diligentemente de la marcha de la sociedad.*

Artículo 226. Deber de lealtad.

Los administradores desempeñaran su cargo como representantes leales en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, y cumplirán los deberes impuestos por las leyes y los estatutos.

Las críticas a la teoría del servidor la tildan de ser normativa: establecer unos deberes y responsabilidades que no tienen por qué cumplirse en la práctica. Por otro lado, como enfatiza Tricker (2008) en relación con la teoría del servidor, «es incapaz de mostrar relaciones causales entre comportamientos específicos y desempeño organizativo».

Otras críticas señalan la existencia de empresas en las que no se puede considerar que un conjunto de accionistas, que son propietarios de la empresa, sean los únicos responsables del nombramiento de los consejeros que representan sus intereses.

A este respecto, conviene señalar el caso de BBVA: a finales de 2011, el Consejo de Administración del banco contaba entre sus vocales con 2 ejecutivos: el presidente y primer ejecutivo, Francisco González, y el CEO, con «amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades de su cargo», Ángel Cano. El consejo lo completaban 10 consejeros independientes que, junto con los 2 ejecutivos, aglutinaban un 0,069% de los derechos de voto de la sociedad. El banco solo contaba con un accionista significativo, Manuel Jove, a través de la sociedad Inveravante, que ostentaba el 5,046% del capital. Sin embargo, ese mismo accionista había declarado que no tenía propósito de «intervenir en la gestión del BBVA»; por su parte, el banco afirmaba que «la intención de alcanzar el 5% de la entidad no cambia los criterios de gobierno corporativo frente a la existencia de núcleos duros en el accionariado». Estamos, por tanto, ante una compañía que carece de accionistas con la capacidad de nombrar a consejeros que los representen y en la que el poder se desplaza desde los propietarios hacia los administradores.

Desde esta perspectiva de los consejeros como fieles representantes de los intereses de los propietarios, se debe ir hacia un modelo de gobierno corporativo que refuerce el poder de los ejecutivos.

Tabla 6

Consideraciones de la teoría del servidor
Los directivos son leales representantes de los intereses de los propietarios de la empresa.
Predicciones
Los consejos con dualidad del CEO tendrán un mayor desempeño.
Una mayor proporción de consejeros ejecutivos en el consejo incrementará el desempeño de la empresa.
Un mayor alineamiento de los intereses de los consejeros y los intereses de los gestores llevará a un mayor desempeño empresarial.
Los consejos con un bajo nivel de independencia conducirán a un mayor desempeño de la empresa.

Adaptado de Muth y otros (1998).

Función del consejo en cada marco teórico

Cada teoría define unas funciones específicas del consejo. De esto modo, desde la perspectiva de la teoría de la agencia se verá al consejo como el organismo que debe asegurar el correcto control de la alta dirección. La forma más eficaz de conseguir este objetivo es, según los defensores de esta teoría, mediante unos consejos, independientes de los directivos, que ejerzan su labor sin someterse a ejecutivo alguno, por muy influyente que este pueda ser. En este sentido, la CNMV, en su último código de gobierno corporativo, adopta una definición operativa de «independencia»⁸ que cada empresa debe aplicar a la hora de clasificar a sus consejeros. En la literatura sobre sucesión del CEO, se utilizan comúnmente como medidores de la independencia del consejo la proporción de consejeros clasificados como independientes y la estructura de liderazgo, entendida esta como la separación entre la posición de presidente del consejo y la de primer ejecutivo.

La teoría del servidor otorga un papel al consejo que consiste en permitir el despliegue de poder por parte de los altos directivos. Así, los académicos que defienden este marco conceptual abogan por establecer consejos con un marcado carácter ejecutivo y una estructura de liderazgo que permita la identificación de un único e indiscutible ejecutivo como líder.

⁸ No podrán ser clasificados, en ningún caso, como consejeros independientes quienes:

- a) Hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 o 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.
- b) Perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa.
No se tomarán en cuenta, a efectos de lo dispuesto en este apartado, los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos
- c) tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda, de forma discrecional, sin que medie incumplimiento de obligaciones, suspender, modificar o revocar su devengo.
- d) Sean, o hayan sido durante los últimos 3 años, socios del auditor externo o responsables del informe de auditoría, ya se trate de la auditoría hecha durante dicho periodo de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.
- e) Sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.
- f) Mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación. Se considerarán relaciones de negocios las de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, las de asesor o las de consultor.
- g) Sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que reciba, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones significativas de la sociedad o de su grupo. No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una fundación que recibe donaciones.
- h) Sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.
- i) No hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación, por la comisión de nombramientos.
- j) Se encuentren, respecto a algún accionista significativo o representado en el consejo, en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) de esta recomendación. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no solo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.

Teoría e hipótesis

Composición del consejo

Una de las funciones del consejo en la que existe un amplio consenso en la extensísima literatura sobre gobierno corporativo es la supervisión del primer ejecutivo de la compañía. De este modo, los consejeros son llamados a ejercer el control sobre la alta dirección y, en caso necesario, despedir al primer ejecutivo, seguido de la selección de uno nuevo. Sin embargo, no resulta evidente que los consejeros cumplan por sí mismos la tarea de defender los intereses de los accionistas, que son los principales afectados en el problema de agencia. Según Fama y Jensen (1984:188), «el consejo no es un aparato efectivo para el control de las decisiones a menos que se limite la discrecionalidad individual de los altos directivos».

La vigilancia del consejo es un punto central para los teóricos de la agencia y se define en la medida en que el consejo supervisa y disciplina a los altos ejecutivos (Cannella, Finkelstein y Hambrick, 2008). En la literatura sobre gobierno corporativo, la vigilancia del consejo es vista como un constructor de poder relativo al CEO (Westphal, 1999; Sundaramurthy y Lewis, 2003).

Al contrario que autores como Mace (1971), que describen el consejo como un órgano pasivo con una limitada capacidad para controlar a la alta dirección, los teóricos de la agencia otorgan al consejo un papel mucho más decisivo y central en el gobierno corporativo. Fama y Jensen (1983) consideraron que el consejo juega un papel fundamental al garantizar que los ejecutivos obren en interés de los accionistas, si bien reconocen que existen otros mecanismos de supervisión: mercado de control corporativo, fuerzas competitivas en los mercados de capital y de producto o mercado laboral de ejecutivos y consejeros.

Sin embargo, el consejo no siempre actúa de una forma vigilante. La razón de que esto ocurra se encuentra en la distribución de poder entre el consejo y el CEO (Cannella, Finkelstein y Hambrick, 2008; Kosnik, 1987; Main, O'Reilly y Wade, 1993).

Cannella, Finkelstein y Hambrick (2008:244) afirman que «cuando el equilibrio de poderes favorece al consejo, este es más vigilante en la supervisión y en la labor de disciplinar a los altos ejecutivos, y en la medida en que el CEO sea más poderoso, el consejo será menos efectivo a la hora de controlar». La vigilancia del consejo ha sido evaluada en la literatura a través de sus factores determinantes, y la proporción de consejeros externos ha sido una de las variables más ampliamente utilizadas (Kosnik, 1987; Sundaramurthy, Mahoney y Mahoney, 1997; Weisbach, 1988; Finkelstein y D'Aveni, 1994; Main, O'Reilly y Wade, 1993).

Según la teoría de la agencia, se considera a los consejeros externos como aquellos más capaces de supervisar como resultado de su independencia respecto a los ejecutivos de la compañía. Otros académicos argumentan que los consejeros independientes incrementan la probabilidad de despido del CEO como consecuencia del bajo desempeño corporativo, debido este, a su vez, a los incentivos que los independientes tienen de cara a proteger su reputación como efectivos consejeros en el mercado de administradores corporativos (Fama y Jensen, 1983). Por otro lado, al contrario que los consejeros ejecutivos, que muy probablemente han sido ascendidos a tal posición bajo el amparo del CEO, los consejeros independientes no están en deuda con él (Walsh y Seward, 1990).

Los primeros académicos que sugirieron la idea general de que una mayor proporción de consejeros internos aumentaría el tiempo en el cargo del máximo ejecutivo fueron Salancik y Pfeffer (1980). Por otro lado, Weisbach (1988), en su clásico estudio sobre los consejeros externos, sugirió que existe una asociación más fuerte entre el desempeño pasado de una organización y la probabilidad de despido del CEO en empresas con consejos dominados por vocales externos que en el supuesto de consejeros dominados por ejecutivos. Boeker (1992) añadió que las organizaciones caracterizadas por un bajo desempeño, en las que la proporción de internos a externos en el consejo es alta, tendrán una probabilidad sensiblemente menor de despedir al primer ejecutivo que en aquellos consejos con una proporción mayor de externos. Sin embargo, una revisión hecha por Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson (1998) de 54 estudios que tratan sobre los efectos de la composición del consejo en el desempeño empresarial mostró que la proporción de independientes no tiene un efecto significativo en el desempeño.

Algunos trabajos se han centrado en acciones corporativas específicas, tales como el hecho de pagar *greenmail*⁹, en la relación con la representación de vocales externos en el consejo. Por ejemplo, Kosnik (1987) estudió la estructura del consejo de 57 compañías que, de forma privada, recompraron acciones con prima sobre el mercado (pagaron *greenmail*) y de 57 empresas que se resistieron a tales acciones. La decisión de pagar *greenmail* es considerada como contraria a los intereses de los accionistas de la compañía, y, consecuentemente, en aquellas compañías donde se pagó *greenmail* el consejo falló en su responsabilidad. Los consejos que no pagaron *greenmail* fueron aquellos constituidos mayoritariamente por consejeros externos a la compañía.

Otros estudios han ido un paso más allá y han tomado en consideración no solo la proporción de externos en el consejo sino también la participación accionarial que esos externos ostentan. Esto se apoya en la idea de que la adquisición de paquetes accionariales por parte de los administradores representa una objetivación de los intereses de estos para con los accionistas, y, por tanto, la responsabilidad de supervisar a la alta dirección quedará garantizada (Cannella, Finkelstein y Hambrick, 2008; Shleifer y Vishny, 1986). Más recientemente, McClain (2011) sugiere que la negociación que ocurre entre el CEO y los consejeros externos en relación al aspecto de gobierno corporativo no se ve únicamente afectada por el hecho de que la empresa desee alinear la productividad marginal del consejero con las oportunidades corporativas, sino también por querer alinearla con la participación accionarial del consejero.

La participación en el capital de los consejeros dominicales, o bien su representación, puede crear incentivos financieros que alineen tanto los intereses de los consejeros como los de los propietarios. Es más: hay razones para sugerir que la participación accionarial de los consejeros dominicales desencadenará una mayor identificación de los consejeros con la compañía, y, de este modo, estarán más dedicados en tiempo y atención a los asuntos propios de la empresa. Esto proporciona la base para nuestra primera hipótesis de trabajo:

Hipótesis 1: la proporción de consejeros dominicales aumenta la probabilidad de despido del primer ejecutivo en situaciones en las que el desempeño corporativo es bajo.

⁹ Pago hecho por la compañía objeto de una absorción al inversor interesado, de modo que, generalmente, conlleva la recompra de acciones con una prima sobre el precio de mercado, a cambio de retirar la oferta de compra.

Consejeros con múltiples consejerías

Desde la perspectiva de la empresa embebida en un entorno dado (*embeddedness view of the firm*), la pertenencia a múltiples consejos proporciona la base para un aprendizaje de primera mano de las políticas y prácticas de otras organizaciones (Geletkanycz y Boyd, 2011). En el desempeño de sus responsabilidades como vocales externos, los consejeros observan directamente el desarrollo de políticas en organizaciones que ellos mismos administran. Por otro lado, estos consejeros aprenden las consecuencias de nuevas alternativas estratégicas y enfoques sin exponer a las otras empresas en las que están presentes, con el coste inherente que esto tiene (Geletkanycz y Boyd, 2011).

Beckman y Haunschild (2002) y Davis (1996) han sugerido que la red de consejerías influye sobre las decisiones de la compañía a causa de que los consejeros aportan su propia experiencia en situaciones similares en otras empresas. Además, en las entrevistas realizadas a altos ejecutivos por Useem (1984) y Lorsch y MacIver (1989) se ha encontrado un sustento para la idea de que pertenecer a varios consejos proporciona una valorable información de primera mano.

En un estudio reciente realizado por Masulis y Mobbs (2011), las empresas con consejeros internos que ostentaban puestos de administrador en otras empresas tenían mejores ratios de resultados operativos y de valor de mercado.

Los consejeros que pertenecen a otros consejos pueden incrementar su vigilancia y control del máximo ejecutivo, adquiriendo una experiencia de extraordinario valor en relación con las medidas de disciplina para con la alta dirección. Haciendo uso de estos argumentos, formulamos a continuación nuestra segunda hipótesis.

Hipótesis 2: la proporción de consejeros pertenecientes simultáneamente a otros consejos incrementa la probabilidad de despido del máximo ejecutivo.

Metodología

Muestra

La muestra de este estudio está formada por todas las empresas cotizadas españolas en el periodo 2007-2010. De la muestra original de 141 empresas, 30 fueron eliminadas debido a la falta de datos o a su salida del mercado continuo en alguno de los años del intervalo. En el **Anexo 2** se encuentra un cuadro con todas las sucesiones consideradas y comentadas.

En la siguiente tabla se resume el porcentaje de sucesiones respecto al total de primeros ejecutivos, según el año y el sector según la Global Industry Classification (GIC).

Tabla 7

Sectores según la Global Industry Classification

Año	Industrial	Utility	Banca	Aseguradoras	Otros financieros	Total
2007	10%	11%	17%	0%	8%	11%
2008	6%	11%	0%	0%	8%	7%
2009	9%	0%	0%	0%	8%	8%
2010	8%	11%	17%	0%	0%	8%
Total	8%	8%	8%	0%	6%	9%

¿Qué se entiende por «sucesión del CEO»?

El primer criterio que se utilizó para discernir entre sucesiones voluntarias y despidos fue la edad en la que ocurre el relevo. De este modo, Vancil (1987) y Puffer y Weintrop (1991) se valieron de la edad de 65 como criterio para identificar despidos y diferenciar otras sucesiones debidas a ceses voluntarios y jubilaciones que siguen el curso normal de las organizaciones. Estos últimos autores consideran que ocurre una sucesión de CEO en los casos en que el directivo saliente no ha alcanzado la edad de 64; de este modo, según estos autores, se evita que las sucesiones debidas a jubilaciones causen un efecto que pueda alterar los resultados.

Boeker (1992), por su parte, confió en los juicios de una empresa de investigación de mercados que diferenció entre despidos y sucesiones voluntarias o jubilaciones de forma individualizada para cada una de las empresas de su muestra.

Un análisis más detallado fue llevado a cabo por James y Soref (1981) y Shen y Cannella (2002), examinando cada cese de forma individual a través de una minuciosa investigación de noticias de prensa. Por otro lado, Wiersema y Zhang (2011) comprobaron que en cada despido había un espacio de tiempo entre la fecha en la que el CEO fue sustituido y la fecha en la que el sucesor asumió el cargo, que, de media, eran tres meses.

Shen y Cannella (2002), Denis y Serrano (1996), Denis y Denis (1995), Denis, Denis y Sarin (1997) y Kim (1996) consideraron la edad en el momento de la sucesión y la continuidad en el consejo como requisitos para considerar planificada una sucesión.

Por otro lado, Weisbach (1987) clasificó las razones aportadas por las empresas en las que tenía lugar una sucesión de primer ejecutivo tal y como aparecían en las noticias de prensa de *The Wall Street Journal*. Tan solo 9 de los 286 ceses aparecieron en las noticias como desencadenados por un bajo desempeño. Sin embargo, Weisbach observó que, en su muestra, el bajo rendimiento de la acción precedía a las sucesiones de CEO, concluyendo que las empresas tienden a ocultar la verdadera razón detrás del relevo del máximo ejecutivo.

Variable dependiente

Para cada una de las 111 empresas objeto de nuestro estudio, se identificaron los cambios de primer ejecutivo, tomando como base al máximo ejecutivo a 31 de diciembre de 2006 y hasta finales de 2010. Los primeros ejecutivos de cada empresa fueron identificados consultando los informes anuales de gobierno corporativo.

Cada sucesión identificada fue estudiada individualmente utilizando dos fuentes de información: por un lado, las bases de datos de Dow Jones (Factiva) nos proporcionaron las noticias de prensa que cubrieron la sucesión del ejecutivo en cuestión; y, por otro lado, en la sección «Hechos relevantes» de la página web de la CNMV se da cuenta de cada relevo de máximo ejecutivo, si bien la utilidad de estos hechos es menor que la fuente anterior, debido a la tendencia a ocultar los despidos de altos ejecutivos y cubrirlos bajo fórmulas eufemísticas.

Con el análisis de ambas fuentes de información, se determinaron los cambios forzados de primer ejecutivo atendiendo a los siguientes criterios: a) la empresa o la prensa reconocían la naturaleza del cambio como un despido; b) el cambio tenía lugar en medio de un debate sobre el bajo desempeño de la empresa; c) el relevo se producía inesperadamente y sin el nombramiento de un sucesor.

Siguiendo esta metodología, de las 444 observaciones empresa-año, se identificaron 38 sucesiones de primeros ejecutivos, 69 sucesiones de presidentes y 81 sucesiones de consejeros delegados. La variable dependiente quedó codificada como «1» para casos en los que la empresa experimentara una sucesión en el año considerado, y «0» para los casos contrarios.

Variables explicativas

Composición del consejo

Esta se ha evaluado con el porcentaje de consejeros dominicales en el consejo. Este dato se extrae de los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV. Para los años 2007, 2008, 2009 y 2010, la proporción de dominicales en el consejo era de 43,8%, 42%, 42,8% y 42,8%, respectivamente.

ROA

El desempeño de la empresa se ha medido con la rentabilidad de los activos (ROA, por sus siglas en inglés), un indicador común de desempeño a corto plazo (Finkelstein y D'Aveni, 1994). Los datos del ROA han sido obtenidos de Worldscope. El valor medio del ROA en la muestra es de 3,4%, con un valor mínimo de -63% y uno máximo de 104%.

Participación del consejo

La participación agregada de los consejeros en el capital de la empresa se ha obtenido de la información disponible en los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV. La participación media del consejo en el capital es del 27,6%.

Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos

Se ha extraído de los informes anuales de gobierno corporativo. El 22,5% de los consejeros en la muestra son simultáneamente consejeros en otras sociedades cotizadas.

Dualidad

La dualidad es uno de los atributos clave que definen la estructura del consejo (Finkelstein, Hambrick y Cannella, 2009). Esta propiedad se refiere a situaciones en las que el presidente del consejo ostenta al mismo tiempo el cargo de primer ejecutivo. La dualidad ha sido codificada como «1» cuando el presidente del consejo ostenta al mismo tiempo el cargo de primer ejecutivo y como «0» en caso contrario. Las situaciones de dualidad se han obtenido de los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV.

Análisis

La Tabla 8 muestra las estadísticas descriptivas y las correlaciones para las variables utilizadas en este estudio. El modelo de regresión logística (véase la Tabla 9) empleado está justificado teniendo en cuenta la naturaleza dicotómica de la variable dependiente.

Tabla 8

Estadísticas descriptivas y correlaciones

Variables	Media	Desviación típica	1	2	3	4	5	6
1. Despido del primer ejecutivo	0,09	0,28	1					
2. Proporción de consejeros dominicales	42,85	23,41	0,11*	1				
3. ROA de la empresa	3,43	10,47	-0,11*	0,04	1			
4. Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	27,64	26,05	-0,05	0,12**	-0,08	1		
5. Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	22,48	19,26	0,11*	0,05	0,12*	-0,14**	1	
6. Dualidad presidente-primer ejecutivo	0,38	0,49	0,12**	0,18***	-0,01	0,05	-0,04	1

N = 444 empresas-año

* p < .05

** p < .01

*** p < .001

Resultados

El modelo logístico de efectos aleatorios utilizado para la probabilidad de despido tiene por coeficientes estimados los que aparecen en la Tabla 9. En primer lugar, la significatividad del modelo queda asegurada con un valor de la chi-cuadrado de Wald de 18,89 ($p < .01$).

Como se puede ver en la Tabla 9, el coeficiente para la variable «Proporción de consejeros dominicales» es positivo y significativo ($p < .05$): los consejos dominados por dominicales elevan las posibilidades de que el máximo responsable ejecutivo de una compañía sea despedido.

La rentabilidad, medida como el ROA de la empresa en el año en curso, tiene también un efecto significativo ($p < .05$), pero de signo negativo: la probabilidad de despido del primer ejecutivo disminuye en situaciones de elevado ROA.

Por su parte, el porcentaje de acciones ostentadas por el total de consejeros no tiene ningún efecto significativo en la probabilidad de despido, si bien el coeficiente resulta negativo.

La proporción de consejeros que pertenecen simultáneamente a otros consejos de empresas cotizadas tiene un efecto significativamente positivo sobre nuestra variable dependiente: cuanto mayor sea la proporción de consejeros con asientos en otros consejos, mayores serán las posibilidades de despido.

Por último, la dualidad presidente-primer ejecutivo, considerada como variable dicotómica que toma el valor «1» en caso de coincidir ambos puestos y «0» en caso contrario, influye de manera positiva y significativa ($p < .05$).

Tabla 9

Resultados de la regresión logística para la probabilidad de despido del primer ejecutivo

Variables	Modelo	
Proporción de consejeros dominicales	0,02*	-0.01
ROA	-0,04*	-0.02
Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	-0,01	-0.01
Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	0,03*	-0.01
Dualidad presidente-primer ejecutivo	0,85*	-0.40
Constante	-4,60***	-0.82
<i>Log-likelihood</i>	-115	
Chi-cuadrado de Wald	16,89**	

* p < .05

** p < .01

*** p < .001

Discusión

El trabajo fue motivado por la ausencia en la literatura sobre la sucesión de altos ejecutivos de estudios que abordaran la figura del consejero dominical. La importancia de este tipo de consejero ha quedado patente en los estudios de Shen (2005), Hambrick y Jackson (2000), Hillman y otros (2010), Finkelstein, Hambrick y Cannella (2008), en los que se llamaba la atención sobre la necesidad de exigir a los consejeros externos la adquisición de paquetes accionariales que objetivaran su interés en la creación de valor para la compañía. A esto hay que añadir las declaraciones en 2007 de Manuel Conthe, expresidente de la CNMV, en las que afirmaba que «el concepto de consejero dominical, que en México se denomina "patrimonial", solo está consolidado en estos países, aunque acabará imponiéndose en otros en los que, por ahora, solo existe de forma latente».

Esta investigación es la primera en mostrar estadísticamente el efecto positivo que los consejeros dominicales pueden tener en el buen gobierno de las sociedades cotizadas, haciendo uso, además, de una base de datos de elaboración propia, con información no recopilada ni analizada hasta ahora.

Nuestro principal descubrimiento es el referente al efecto de estos consejeros externos en el despido de ejecutivos ineficaces. Estos consejeros no ejecutivos se caracterizan por tener un interés objetivo en la buena marcha de la compañía: la participación significativa en el capital accionarial.

Estudios como el de Weisbach (1988) habían determinado que la proporción de consejeros externos en el consejo incrementaba la probabilidad de despido del CEO; sin embargo, nosotros aportamos que el efecto beneficioso que la presencia de externos en el consejo puede tener en la vigilancia del consejo sobre gestores ineficaces no se debe tanto al carácter independiente de

esos consejeros, sino más bien a su condición de accionistas significativos o a representantes (*stewards*) de esos mismos accionistas.

Otro resultado de nuestra investigación en el mercado español es el efecto negativo del ROA sobre la probabilidad de despido. Cuanto menor es el ROA del año en curso, mayor es la probabilidad del despido del primer ejecutivo. No es de extrañar que la medida de la rentabilidad sea significativa para el mismo año en que se produce el despido, puesto que las empresas tienen revisiones periódicas de sus resultados dentro de un mismo año.

Por otra parte, la posesión de acciones por parte de los consejeros no tiene un efecto significativo; esto nos parece razonable y está justificado por el hecho de que existen consejos con muy baja participación en el capital de la empresa, pero con una alta representación de consejeros dominicales que, si bien no ostentan elevadas participaciones, sí que lo hacen los accionistas a los que representan. A este respecto resulta muy ilustrativo el caso de Banesto, con una participación del consejo en el capital de la empresa del 0,02%, pero con una proporción de dominicales del 21%.

Adicionalmente, nuestro estudio sugiere que otra importante característica de los consejeros tiene efecto en la decisión de despedir: la proporción de aquellos que pertenecen simultáneamente a otros consejos incrementa las posibilidades de rotación del máximo responsable ejecutivo. Los consejeros que ostentan asientos en otros consejos se caracterizan por acumular una mayor experiencia en la evaluación de los altos directivos, y es muy posible que hayan participado en otros despidos, por lo que estos consejeros pueden ser más proclives a cesar a ejecutivos en situaciones de bajo desempeño. Otro argumento que encuentra soporte en este resultado es el correspondiente con la diversificación del riesgo que supone para un consejero la presencia en múltiples consejos. El riesgo evidente que supone para un consejero apoyar un proceso de despido del máximo ejecutivo, que en muchos casos suele ser además presidente del consejo, puede ser asumible para consejeros que ejercen su labor en más de un consejo.

Por último, la dualidad del CEO sugiere que, en aquellas configuraciones del consejo en las que un mismo ejecutivo asuma todas las responsabilidades, tanto ejecutivas como de presidencia del consejo, la posibilidad de ser despedido aumenta. Un presidente-primer ejecutivo no podrá encontrar un chivo expiatorio que justifique su bajo desempeño, por lo que los consejeros que lideren la ofensiva para desplazarlo tendrán razones de mayor peso para justificar su decisión.

Anexo 1

Facultades delegadas en empresas del Ibex 35 en 2010.

Empresa	Nombre del consejero delegado	Facultades delegadas por el consejo
Abertis	Don Francisco Reynés Massanet	Todas las delegables de representación, dirección y disposición.
	Don Salvador Alemany Mas	Todas las delegables de representación, dirección y disposición.
Acciona	Don José Manuel Entrecanales Domecq	Todas las del Consejo de Administración, salvo las indelegables por ley, con carácter solidario.
	Don Juan Ignacio Entrecanales Franco	
Acerinox	Don Bernardo Velázquez Herreros	Todas las del consejo salvo las indelegables.
Bankinter	Cartival	El vicepresidente tiene atribuida, en virtud de lo acordado por el Consejo de Administración el 21 de octubre de 2010, la máxima responsabilidad en los ámbitos de estrategia y riesgos.
	Doña María Dolores Dancausa Treviño	La consejera delegada es la responsable de la conducción del negocio y ejerce las máximas funciones gerenciales y ejecutivas de la sociedad.
BBVA	Don Ángel Cano Fernández	Ostenta amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades del cargo de CEO de la sociedad que ocupa.
	Don Francisco González Rodríguez	Ostenta amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades del cargo de presidente de la sociedad que ocupa.
Endesa	Don Andrea Brentan	Con fecha 30 de junio de 2009, el Consejo de Administración delegó, a favor del CEO, todas y cada una de las facultades del Consejo de Administración legal y estatutariamente delegables.
FCC	Don Baldomero Falcones Jaquotot	<p>Al consejero delegado le corresponderá la efectiva representación y dirección de los negocios de la compañía, de acuerdo siempre con las decisiones y criterios fijados por la junta general de accionistas y el Consejo de Administración, en los ámbitos de sus respectivas competencias. Dentro de la efectiva representación y dirección de los negocios de la compañía se encuentra, a título enunciativo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Apoyar al Consejo de Administración en la definición de la estrategia del grupo. - Elaborar el plan de negocios y los presupuestos anuales, a someter a la aprobación del Consejo de Administración. - Elaborar y someter a la aprobación del Consejo de Administración o de la comisión ejecutiva, según sea su cuantía individual superior, o no, a 18 millones de euros, respectivamente, las propuestas de inversiones, desinversiones, créditos, préstamos, líneas de avales o afianzamiento o cualquier otro tipo de facilidad financiera.

		- El nombramiento y la revocación de todo el personal de la compañía, excepción hecha de aquél cuyo nombramiento corresponde al Consejo de Administración, según establece el presente Reglamento. Una vez al año, en la primera sesión de cada ejercicio, el consejero delegado informará a los miembros de la comisión ejecutiva del grado de cumplimiento real de las previsiones efectuadas, en cuanto a las propuestas de inversión sometidas a la propia comisión y al Consejo de Administración. Este, en su sesión del 18 de diciembre de 2007, delegó en D. Baldomero Falcones Jaquotot, con efectos a partir del 1 de enero de 2008, sus facultades de diferentes órdenes, como son: facultades financieras, de relaciones con clientes y proveedores, de índole laboral, de administración y disposición, relacionadas con sociedades y asociaciones, de naturaleza jurídica y de orden interno. Con esta delegación se facilita la gestión del grupo y se agiliza la manifestación externa de la voluntad social.
Ferrovial	Don Rafael del Pino y Calvo-Sotelo	Todas las facultades excepto las indelegables por ley o por los estatutos.
	Don Íñigo Meirás Amusco	Todas las facultades excepto las indelegables por ley o por los estatutos.
	Don José María Roger Ezpeleta	Los consejeros delegados, tanto si actúan de forma individualizada como si actúan reunidos de forma colegiada —es decir, en comisión ejecutiva—, tienen delegada la facultad de hacer y llevar a cabo cuanto esté comprendido dentro del objeto social, así como ejercitar cuantas facultades no estén expresamente reservadas por ley o por los estatutos sociales al Consejo de Administración.
Gamesa	Don Jorge Calvet Spinatsch	El Consejo de Administración de Gamesa, en su sesión del 8 de octubre de 2009, acordó por unanimidad, previo informe favorable de la comisión de nombramientos y retribuciones, nombrar presidente del Consejo de Administración y como CEO a D. Jorge Calvet Spinatsch, delegando en él todas las facultades que, según la ley y los estatutos sociales, corresponden al Consejo de Administración, excepto las indelegables por ley y estatutos, nombramiento que fue aceptado por el señor Calvet Spinatsch en el mismo acto.
Gas Natural	Don Rafael Villaseca Marco	Tiene delegadas amplias facultades de representación y administración acordes con las características y necesidades del cargo de CEO.
Grifols	Don Víctor Grifols Roura	Todas las facultades legal y estatutariamente delegables.
Iberdrola	Don José Ignacio Sánchez Galán	El presidente y CEO, como órgano social individual, tiene delegadas todas las facultades legal y estatutariamente delegables.
Iberia	Don Antonio Vázquez Romero	Tanto el presidente, máximo ejecutivo de la compañía, como el CEO, tienen delegadas, con carácter permanente, todas las facultades del Consejo de Administración, salvo las funciones que el consejo ha de ejercer directamente por imperativo legal o estatutario.
	Don Rafael Sánchez-Lozano Turmo	Tanto el presidente, máximo ejecutivo de la compañía, como el CEO, tienen delegadas, con carácter permanente, todas las facultades del Consejo de Administración, salvo las funciones que el consejo ha de ejercer directamente por imperativo legal o estatutario.

Inditex	Don Amancio Ortega Gaona	El presidente del Consejo de Administración tiene delegadas una serie de hasta 20 facultades, cuya descripción y forma de ejercicio se contiene de manera literal en la letra g) de la información adicional incluida en el informe de gestión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 116 bis de la ley del mercado de valores.
	Don Pablo Isla Álvarez de Tejera	El vicepresidente primero y CEO del Consejo de Administración tiene delegadas una serie de hasta 20 facultades, cuya descripción y forma de ejercicio se contiene de manera literal en la letra g) de la información adicional incluida en el informe de gestión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 116 bis de la Ley del Mercado de Valores.
Indra Sistemas	Don Javier Monzón de Cáceres	Todas las facultades del consejo, excepto las indelegables según la ley y las indicadas en el artículo 5.3 del reglamento del consejo.
	Don Regino Moranchel Fernández	
	Don Vicente Garrido Capa	
Metrovacesa	Don Eduardo Paraja Quirós	El CEO ostenta amplio poder de representación y administración acorde con las características y necesidades del cargo que desempeña en la sociedad, con todas las facultades legales y estatutarias delegables del consejo, salvo las legalmente indelegables. Es responsable de la conducción de los negocios de la compañía y ejerce las máximas funciones gerenciales y ejecutivas de la sociedad.
Banco Pastor	Don Jorge Gost Gijón	Facultades acordes a las características del cargo que desempeña.
	Don José María Arias Mosquera	Todas, excepto las indelegables por ley.
Banco Popular	Don Ángel Carlos Ron Güimil	Tiene delegadas todas las facultades del Consejo de Administración, excepto las legalmente indelegables y las que no pueden ser objeto de delegación conforme a lo establecido en el artículo 5.2 del reglamento del consejo.
Prisa	Don Ignacio Polanco Moreno	Tiene delegadas todas las facultades del Consejo de Administración, salvo las indelegables por ley.
	Don Juan Luis Cebrián Echarrri	
Red Eléctrica Corporación	Don Luis María Atienza Serna	El Consejo de Administración de la sociedad, en sesión celebrada el 25 de junio de 2009, acordó, por unanimidad, de conformidad con la propuesta de la comisión de nombramientos, retribuciones y gobierno corporativo (actualmente denominada «comisión de gobierno y responsabilidad corporativa»).
Sacyr Vallehermoso	Don Luis Fernando del Rivero Asensio	Todas las facultades del consejo, salvo las legal o estatutariamente indelegables o las que el consejo retiene para sí, sin posibilidad de delegación conforme a lo previsto en el artículo 5 del reglamento del consejo.
	Don Manuel Manrique Cecilia	Todas las facultades del consejo salvo las legal o estatutariamente indelegables o las que el consejo retiene para sí, sin posibilidad de delegación conforme a lo previsto en el artículo 5 del reglamento del consejo.

Banco Santander	Don Alfredo Sáenz Abad	El presidente ejecutivo y el CEO, sin perjuicio de la condición estatutaria de superior jerárquico del banco que corresponde al primero, tienen delegadas las mismas facultades, a saber:
	Don Emilio Botín-Sanz de Sautuola y García de los Ríos	
Técnicas Reunidas	Don José Lladó Fernández-Urrutia	Conforme al artículo 28 de los estatutos sociales, el presidente tendrá todos los poderes del Consejo de Administración, excepto los consignados en el artículo 25 respecto a la elección del presidente y los vicepresidentes. Conforme al artículo 28 de los estatutos sociales, los poderes delegados en el presidente podrán ser delegados en terceras personas. Del mismo modo, el presidente será considerado como el superior ejecutivo de la sociedad, investido de las atribuciones necesarias para el ejercicio de esta autoridad, incumbiéndole, aparte de otras consignadas en los estatutos, las siguientes funciones: a) velar por que se cumplan los estatutos en toda su integridad y se ejecuten fielmente los acuerdos de la junta general y del Consejo de Administración; y b) ejercer la alta inspección de la sociedad y de todos sus servicios.

Anexo 2

Cuadro de sucesiones de primeros ejecutivos entre 2006 y 2011

Empresa	Año	Comentarios	Motivo del cese según IAGC (B.1.5) ¹⁰	CEO saliente ¹¹	CEO entrante
Corporación Financiera Alba	2006	«Barreiro seguirá representado a Alba en los consejos de administración de ACS y Prosegur».		Isidro Fernández Barreiro (61) (1994)	Santos Martínez-Conde Gutiérrez-Barquín (51) (2006)
Fersa Energías Renovables	2006	Sigue como vicepresidente ejecutivo, pero al año siguiente cesa: «En cumplimiento del Código Conthe».		Tomás Feliu Bassols (?) (2000)	José María Roger Ezpeleta (46) (2000)
Grupo Empresarial Ence	2006	Entrada de un nuevo accionista mayoritario.		Juan Ignacio Villena (?) (1993)	Juan Luis Arregui (63) (2006)
Grupo Ezentis	2006	Cambio accionarial.	«Facilitar el trabajo del nuevo equipo de gestión».	Ramón Soler Amaro (66) (2004)	Julio López Castaño (41) (2006)
Iberdrola	2006	Jubilación.		Íñigo de Oriol Ybarra (71) (1975)	José Ignacio Sánchez Galán (56) (2001)
Inverpyme	2006	«Angels Roqueta abandonó la dirección de la sociedad para encabezar un nuevo proyecto de capital riesgo impulsado por Privat Bank».		Angels Roqueta Rodríguez (44)	Eugeni Terré Ohme (43)
Jazztel	2006	«Conejos era el último ejecutivo de alto nivel que quedaba de la etapa previa a Pujals».		Rafael Conejos Miquel (49) (2004)	José Miguel García Fernández (44) (2006)
Unipapel	2006	Es nombrado presidente de honor.		Ángel Moreno de Tejada (?) (1976)	Juan Antonio Lázaro (61) (1989)
Acerinox	2007	Es nombrado presidente de honor.		Victoriano Muñoz Cava (71) (1983)	Rafael Naranjo Olmedo (63) (2006)

¹⁰ Solo disponible en los IAGC posteriores a 2006.

¹¹ El primer paréntesis contiene la edad a la que el CEO entra o sale del puesto (si los paréntesis encierran una interrogación de cierre, es que la edad es desconocida); el segundo, el año de primer nombramiento como vocal del consejo. Si no aparece el año de entrada en el consejo, debe entenderse que el primer ejecutivo no es vocal del mismo.

Bankinter	2007	«En el mercado se especulaba con la necesidad de que el banco tomara nuevos rumbos».	«Motivos personales».	Juan Arena (64) (1986)	Pedro Guerrero (54) (2000)
Dogi International Fabrics	2007	Presiones para ceder funciones ejecutivas.		Josep Domènech Giménez (?) (1983)	Carlos Jaime Miguel Schroeder Quijano (?) (1997)
Enagás	2007	Despedido por presiones del Gobierno, al ser este el regulador de los ingresos de la compañía.	«El 24 de enero de 2007, D. Antonio González-Adalid García-Zozaya presentó su renuncia al cargo de consejero y, en consecuencia, de presidente, por considerarlo así en interés de la sociedad, por las razones expuestas en el hecho relevante comunicado a la CNMV en esa misma fecha con el número 75.883».	Antonio González-Adalid García-Zozaya (57) (2000)	Antonio Llardén Carratalá (56) (2006)
Endesa	2007	Opa de Enel y Acciona.	«Con la liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones de Acciona y Enel sobre Endesa, el accionariado de Endesa cambia sustancialmente. Endesa pasa a tener dos accionistas de control, con una participación superior al 92%. El Consejo de Administración respondió con lógica a esta situación, presentando su dimisión el 18 de octubre de 2007 los consejeros indicados».	Manuel Pizarro Moreno (56) (1996)	José Manuel Entrecanales Domecq (44) (2007)
FCC	2007	Montes era dominical en representación de B 1998, accionista mayoritario. Lo mantienen como presidente no ejecutivo, pero al año siguiente lo dejan como simple consejero.		Rafael Montes Sánchez (68) (1992)	Baldomero Falcones Jaquotot (61) (2007)
Funespaña	2007	Guerra entre accionistas; no sale del consejo, puesto que ostenta más del 20% del capital social.		José Ignacio Rodrigo Fernández (49) (1995)	Juan Antonio Valdivia Gerada (?) (1995)
Inmofiban	2007	Opa lanzada por Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios		Javier de Zunzunegui Valero de Bernabé (?) ()	Sergio Martínez Herrero (43) (2011)

Metrovacesa	2007	Guerra entre accionistas.	«Cesa con motivo del acuerdo de separación empresarial y societaria con de fecha 19 de febrero de 2007, y una vez liquidada la reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias, prevista en el propio acuerdo».	Joaquín Rivero (64) (2002)	Jesús García de Ponga (45) (2007)
Natra	2007	Fichaje para cambio estratégico. Manuel Moreno, a través de Carafal, es el primer accionista: mantiene la presidencia.		Manuel Moreno Tarazona (44) (1998)	Ignacio Miras Massaguer (?) (2007)
Natraceutical	2007		«José Vicente Pons Andreu renunció a su cargo como consejero el 17 de junio de 2009, sin aportar las razones de su renuncia. En el momento de producirse la renuncia, su condición era la de consejero externo».	José Vicente Pons Andreu (?) (2005)	Xavier Adserà Gebellí (?) (2005)
Prisa	2007	Muerte.		Jesús de Polanco Gutiérrez (78) (1973)	Ignacio Polanco Moreno(57) (1993)
Testa Inmuebles en Renta	2007	Muerte.		Pedro Gamero del Castillo (54) (2003)	Fernando Rodríguez-Avial Villalain (57) (2001)
Amper	2008	Entrada de Caja Castilla La Mancha y Tvikap en el accionariado, que suponen desavenencias con ellos. Era presidente ejecutivo, y pasan tres meses hasta que se nombra un nuevo presidente.	«A petición propia, presentada en el propio consejo, por motivos personales y profesionales».	Enrique Used Aznar (67) ()	Manuel Márquez Dorsch (49) (2011)
Biosearch	2008	Fusión con Exxentia.		Jesús Jiménez López (44) ()	Juan Carlos de Gregorio Santos (47) (2007)
Grupo Cementos Portland Valderrivas	2008	Sigue como consejero hasta 2012. Ynzenga no es dominical.		José Ignacio Martínez-Ynzenga Cánovas del Castillo (70) ()	Dieter Kiefer (?) (1997)
Cepsa	2008	Es nombrado presidente de honor.		Carlos Pérez de Bricio (81) (1978)	Dominique de Riberolles (?) (2008)

Indo Internacional	2008	Cottet es nombrado presidente honorífico y Olivella sigue de director general y luego de adjunto al presidente Casaponsa.		Antonio Olivella Cunill (59) ()	Juan Casaponsa Sitjas (54) (2008)
Inypsa	2008	«La sucesión, respaldada por el consejo, coincide con un profundo cambio en la organización de la compañía, desde que la ingeniería saltó al mercado continuo, el año pasado». El sucesor queda nombrado con cuatro meses de antelación. Puyuelo llevaba desde 2006 vendiendo sus acciones».		Javier Gómez Puyuelo (56) (2001)	Agustín Jairo González Monje (34) ()
Mobiliaria Monesa	2008	Continuó 2 meses como presidente no ejecutivo. «Relevo en las funciones ejecutivas debido a las pérdidas». Seguidamente, salió del consejo.	«Por motivos profesionales, manifestados en el propio Consejo de Administración en su última sesión como tal».	Pedro Perelló Pons (?) (1987)	Tomás Termens Navarro (?) (2002)
Sotogrande	2008	«Por motivos personales». No se nombra sucesor y se asegura que «Sotogrande tiene su propio presidente y todo sigue en marcha en cuanto a la toma de decisiones».		Gustavo Gabarda Durán (46) (1997)	
Biosearch	2009	«Por motivos personales, mientras que la empresa ha reconocido un deterioro en su fondo de comercio que se traducirá en unas pérdidas netas de entre 5 y 7 millones».		Juan Carlos de Gregorio Santos (48) ()	José María Roset Monrós (?)
Bodegas Bilbainas	2009	«Profesionalización de la gestión».	«Jubilación».	Magín Raventós Sáenz (?) (2004)	Javier Pagés (52) (2006)
Deoleo	2009	Guerra de accionistas.	«Cesado en junta».	Jesús Ignacio Salazar Bello (58) (1990)	Mariano Pérez Claver (54) (2009)
Dogi International Fabrics	2009	Continúa como consejero, pero un año después dimite de vocal por desavenencias con la familia Domenech.	«Tal y como informó la compañía mediante un hecho relevante, el Sr. Schroeder, con fecha de 10 de noviembre de 2008, presentó su baja voluntaria como consejero delegado en la reunión mantenida por el Consejo de Administración en esa fecha. Una vez considerada como acabada la etapa de reestructuración y reorganización en Asia y en España, el Sr. Schroeder sigue vinculado al grupo como consejero».	Carlos Schroder Quijano (56) (1997)	Jorge Torras Torras (?) (2000)

Endesa	2009	Adquisición de la participación de Acciona.	«Salida de Acciona del capital de Endesa».	José Manuel Entrecanales Domecq (46) (2007)	Borja Prado Eulate (53) (2007)
Gamesa	2009	Por motivos personales, pero en medio de incipientes cambios regulatorios que afectarán a la compañía.	«Razones personales».	Guillermo Ulacia Arnaiz (55) (2005)	Jorge Calvet Spinatsch (51) (2005)
Grupo Ezentis	2009	Cambio accionarial.	«Toma la decisión de dimitir una vez culminada la entrada en el capital de TSS Luxembourg».	Julio López Castaño (?) (2006)	Pablo Calvo Delgado (?) (2009)
Iberia	2009	Desacuerdos con el núcleo duro del consejo entorno a la fusión con British Airways.		Fernando Conte García (59) (2001)	Antonio Vázquez Romero (57) (2009)
Iberpapel	2009	Jubilación.	«Renuncia al cargo».	Jaime Echevarría Abona (83) (1997)	Íñigo Echevarría Canales (54) (1997)
La Seda de Barcelona	2009	Escándalo.	«La junta ordinaria de accionistas, celebrada el 8 de agosto de 2009, acordó promover una acción de responsabilidad social contra D. Rafael Español Navarro con origen, entre otras, en las operaciones formalizadas con la entidad Jatroil y con determinadas entidades rusas y tunecinas. Como consecuencia de dicho acuerdo, el D. Rafael quedó destituido como miembro del Consejo de Administración de la compañía».	Rafael Español Navarro (64) (1993)	José Luis Morlanes Galindo (47) (2001)
Metrovacesa	2009	Guerra entre accionistas.	«Derivado del proceso de restructuración accionarial de la sociedad».	Jesús García de Ponga (47) (2007)	Eduardo Paraja Quirós (48) (2009)
Mobiliaria Monesa	2009	«Cambio por sorpresa tras ganar un pleito a Nozaleda».	«Por motivos profesionales derivados de los acuerdos de integración con el Grupo GVC Gaesco».	Tomás Termens Navarro (?) (2002)	Jordi García Cirera (?) (2009)

Natra	2009	Cese tras fracasar la integración con otra empresa.	«Tras su cese como CEO, debido a la reestructuración organizativa de la sociedad, presentó su dimisión como consejero en octubre de 2009».	Ignacio Miras Massaguer (?) (2007)	Manuel Moreno Tarazona (46) (1998)
Tubos Reunidos	2009	Jubilación.		Javier Deniz Hernández (65) (1999)	Luis Fernando Noguera de Erquiaga (?) (2005)
Zardoya Otis	2009	Continúa de presidente. La renovación de la cúpula directiva tiene lugar a la vez que un expediente de regulación de empleo y una caída de ventas del 35% en el primer trimestre, sumada a la caída de ventas del año anterior.		Mario Abajo García (65) (1985)	Pedro Sainz de Baranda (48) (2008)
Acerinox	2010	Sigue de presidente del Consejo de Administración y preside la comisión ejecutiva.		Rafael Naranjo Olmedo (66) (2002)	Bernardo Velázquez Herreros (46) (2010)
Amper	2010	«Un nuevo camino profesional»; «Falta de confianza en su gestión, por parte de Tvikap y Caja Castilla La Mancha»; «Incumplimiento de los objetivos».	«Cese de su relación profesional con la sociedad el 26 de julio de 2010».	Manuel Márquez Dorsch (51) (2003)	Alfredo Redondo Iglesias (49) (2010)
Azkoyen	2010	«Pérdidas cuantiosas en 2009 tras la compra de una empresa alemana, con el objetivo de diversificar».		José Miguel Zugaldía Ainaga (52) ()	Eduardo Unzu Martínez (46) ()
Banesto	2010	Fichaje.	«[...] renunciando igualmente a sus cargos de presidente del Consejo de Administración y miembro y presidente de la comisión ejecutiva, así como a las facultades que le fueron en su día concedidas, motivada por su nombramiento como consejera delegada de Santander en el Reino Unido».	Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola y O'Shea (50) (2002)	José Antonio García Cantera (44) (1989)
Cie Automotive	2010	Cede las funciones ejecutivas, pero sigue como vicepresidente segundo, primero como ejecutivo, y luego cesa de la comisión ejecutiva y queda como «otro externo».		Ignacio Martín San Vicente (55) (2002)	Antonio María Pradera Jáuregui (?) (2002)
Grupo Ezentis	2010	Nombrado en condición de interino.		Pablo Calvo Delgado (?) (2009)	Mario Armero Montes (52) (2010)

Viscofán	2010	Jubilación.	Dedicación a temas personales tras una larga trayectoria como presidente del consejo de Viscofán y una vinculación y dedicación total a la compañía desde su fundación en 1975.	Jaime Echevarría (84) (1975)	José Domingo de Ampuero (60) (2009)
Deoleo	2011	Fichaje en NH Hoteles. Cede las funciones ejecutivas y pasa a presidir la comisión ejecutiva, creada ad hoc.		Mariano Pérez Claver (56) (2009)	Jaime Carbo Fernández (50) (2011)
Dogi International Fabrics	2011	Cede el puesto de primer ejecutivo al nuevo cargo de director general, pero sigue como consejero a través de una sociedad. El cese se produce tras un pacto entre minoritarios y con referencias a los malos resultados.		Jorge Torras (?) (2004)	Ignacio Mestre (46)
Duro Felguera	2011	«Su dimisión abre paso a una nueva etapa en la compañía en la que Juan Gonzalo Álvarez Arrojo, principal accionista y cuya estrategia de control empezó a fraguarse ya en el año 2005, no solo ha reforzado su poder en el consejo donde contará con cuatro consejeros afines, uno más que hasta ahora, sino que ha logrado tomar las riendas del grupo al colocar a Ángel Antonio del Valle como hombre fuerte del grupo».		Juan Carlos Torres Inclán (60) (1900)	Ángel Antonio del Valle (49) (2011)
Grupo Ezentis	2011	Desacuerdo con accionistas.	«Renuncia por motivos personales».	Mario Armero Montes (53) (2010)	Manuel García-Durán de Bayo (?) (2011)
Inditex	2011	Sucesión planificada.		Amancio Ortega Gaona (75) (1985)	Pablo Isla Álvarez de Tejera (47) (2005)
Indo Internacional	2011	«El anuncio llega tres semanas después de conocerse los resultados semestrales de la compañía que, pese a reducir las pérdidas, ha visto hundirse un 41% la facturación».	«Motivos de índole privada y profesional».	Joan Casaponsa Sitjas (57) (2008)	Juan Sabrià Pitarch (48) (2011)
Mobiliaria Monesa	2011	Enfermedad.	«No presentó la referida comunicación alegando que el cese se produjo con motivo de su delicado estado de salud».	Jordi García Cirera (?) (2009)	Francisco Guinart Villaret (?) (1987)

Natra	2011	Malos resultados. Relevo en la cúpula para dar a entender un nuevo rumbo estratégico. En un primer momento, el poder lo asumió una comisión delegada, presidida por una independiente; unos meses más tarde, entra Egaña de presidente y Beitia de CEO.	Manuel Moreno Tarazona (48) (1998)	Mikel Beitia Larrañaga (41) (2011)	
Natraceutical	2011		«Motivos personales para emprender nuevos proyectos profesionales y reducir costes asignados al equipo directivo».	Xavier Adserà Gebelli (48) (2005)	François Gaydier (52) (2008)
NH Hoteles	2011	Cese forzado por accionistas.		Gabriele Burgio (57) (1993)	Mariano Pérez Claver (56) (2011)
Sacyr	2011	Guerra entre accionistas.		Luis del Rivero Asensio (61) (2002)	Manuel Manrique Cecilia (57) (2004)
Vidrala	2011	Jubilación. Es nombrado consejero en la categoría de «otros externos».		Javier Gutiérrez Martínez de Compañón (64)	Gorka Schmitt Zalbide (42)

Referencias

- Ballinger, G. A., y J. J. Marcel: «The Use of an Interim CEO during Succession Episodes and Firm Performance», *Strategic Management Journal*, 31 (3) (2010): pp. 262-283.
- Beckman, C. M., y P. R. Haunschild: «Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions», *Administrative Science Quarterly*, 47 (1) (2002): pp. 92-124.
- Berle, A. A., y G. C. Means: *The Modern Corporation & Private Property*, New Brunswick, Transaction Publishers, 1932 y 1991.
- Boeker, W.: «Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top», *Administrative Science Quarterly*, 37 (3) (1992): pp. 400-421.
- Cannella Jr., A. A., y W. Shen: «So Close and Yet so Far: Promotion versus Exit for CEO Heirs Apparent», *Academy of Management Journal*, 44 (2) (2001): pp. 252-270.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores: «Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35. Ejercicio 2010», 2011.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores: «Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas», 2006.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand y otros: «Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance», *Strategic Management Journal*, 19 (3) (1998): pp. 269-290.
- De Ros, R. M.: «Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa», *Universia Business Review*, cuarto trimestre (16) (2007): pp. 10-21.
- Denis, D. J., y D. K. Denis: «Performance Changes Following Top Management Dismissals», *The Journal of Finance*, 50 (4) (1995): pp. 1029-1057.
- Denis, D. J., D. K. Denis y A. Sarin: «Ownership Structure and Top Executive Turnover», *Journal of Financial Economics*, 45 (2) (1997): pp. 193-222.
- Eisenhardt, K. M.: «Agency Theory: An Assessment and Review», *Academy of Management Review*, 14 (1) (1989): pp. 57-74.
- Fama, E. F.: «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, 88 (2) (1980): pp. 288-307.
- Fama, E. F., y M. C. Jensen MC: «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law & Economics*, 26 (2) (1983): pp. 301-326.
- Finkelstein, S., D. C. Hambrick y A. A. Cannella Jr.: *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and boards*, New York, Oxford University Press, 2009.
- Finkelstein, S., y R. A. D'Aveni: «CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command», *Academy of Management Journal*, 37 (5) (1994): pp. 1079-1108.
- Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick y S. Baumrin: «A Model of CEO Dismissal», *Academy of Management Review*, 13 (2) (1988): pp. 255-270.

- Fundación de Estudios Financieros: «Observatorio de Gobierno Corporativo 2010», 40 (2011).
- Geletkanycz, M. A., y B. K. Boyd: «CEO Outside Directorships and Firm Performance: A Reconciliation of Agency and Embeddedness Views», *Academy of Management Journal*, 54 (2) (2011): pp. 335-352.
- Greene, W. H.: *Econometric Analysis*, Upper Saddle River, Pearson/Prentice Hall, 2008.
- Hillman, A. J., C. Shropshire, S. T. Certo y otros: «What I Like About You: A Multilevel Study of Shareholder Discontent with Director Monitoring», *Organization Science*, 22 (3) (2011): pp. 675-687.
- Huson, M. R., R. Parrino, y L. T. Starks: «Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective», *The Journal of Finance*, 56 (6) (2001): pp. 2265-2297.
- James, D. R., y M. Soref: «Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President», *American Sociological Review*, 46 (1-18) (1981): pp. 1-18.
- Jensen, M. C., y W. H. Meckling: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3 (4) (1976): pp. 305-360.
- Klein, A.: «Affiliated Directors: Puppets of Management or Effective Directors?», NYU Stern School of Business, 1998.
- Kosnik, R. D.: «Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance», *Administrative Science Quarterly*, 32 (2) (1987): pp. 163-185.
- Lorsch, J. W., y E. MacIver: *Pawns or potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press, 1989.
- Mace, M. L.: *Directors: Myth and Reality*, Boston, Harvard Business School Press, 1986.
- Macey, J. R., y M. O'Hara: «The Corporate Governance of Banks», *Economic Policy Review (19320426)*, 9 (1) (2003): p. 91.
- Main, B. G. M., C. A. O'Reilly y J. Wade: «Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?», *Journal of Labor Economics*, 11 (4) (1993): pp. 606-628.
- Masulis, R. W., y S. Mobbs: «Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market», *The Journal of Finance*, 66 (3) (2011): pp. 823-872.
- McClain, G.: «The Impact of Outside Director Equity Holdings on the Mix of Outside Director Compensation», *Journal of Applied Business Research*, 27 (2) (2011): pp. 63-73.
- Muth, M. M., y L. Donaldson: «Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach», *Corporate Governance: An International Review*, 6 (1) (1998): pp. 5-28.
- Nguyen, B. D.: «Ownership Structure and Board Characteristics as Determinants of CEO Turnover in French-Listed Companies», *Revue Finance*, 32 (2) (2011): pp. 53-89.
- Ocasio, W.: «Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990», *Administrative Science Quarterly*, 39 (2) (1994): pp. 285-312.
- Parrino, R.: «CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis», *Journal of Financial Economics*, 46 (2) (1997): pp. 165-197.

Puffer, S. M., y J. B. Weintrop: «Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations», *Administrative Science Quarterly*, 36 (1) (1991): pp. 1-19.

Salancik, G. R., y J. Pfeffer: «Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations», *Academy of Management Journal*, 23 (4) (1980): pp. 653-664.

Shen, W.: «Improve Board Effectiveness: the Need for Incentives», *British Journal of Management*, 16 (s1) (2005): pp. S81-S89.

Shen, W., y A. A. Cannella Jr.: «Power Dynamics within Top Management and their Impacts on CEO Dismissal Followed by Inside Succession», *Academy of Management Journal*, 45 (6) (2002): pp. 1195-1206.

Shleifer, A., y R. W. Vishny: «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, 52 (2) (1997): pp. 737-783.

Sundaramurthy, C., y M. Lewis: «Control and Collaboration: Paradoxes of Governance», *Academy of Management Review*, 28 (3) (2003): pp. 397-415.

Sundaramurthy, C., J. M. Mahoney y J. T. Mahoney: «Board Structure, Antitakeover Provisions, and Stockholder Wealth», *Strategic Management Journal*, 18 (3) (1997): pp. 231-245.

Tricker, B.: *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Estados Unidos, Oxford University Press, 2009.

Walsh, J. P., y J. K. Seward: «On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms», *Academy of Management Review*, 15 (3) (1990): pp. 421-458.

Weisbach, M. S.: «Outside Directors and CEO Turnover», *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2) (1988): pp. 431-460.

Westphal, J. D.: «Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties», *Academy of Management Journal*, 42 (1) (1999): pp. 7-24.

Wiersema, M. F., e Y. Zhang: «CEO Dismissal: The role of investment analysts», *Strategic Management Journal*, 32 (11) (2011): pp.1161-1182.