



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

ESTUDIO DE LA EVOLUCIÓN DE LA REMUERACIÓN DE LOS CONSEJEROS DEL IBEX 35

Autor: Gonzalo Lorenzo Díaz-Meco
Directora: Paloma Bilbao Calabuip

MADRID | Junio 2019

Resumen

Este trabajo continua las investigaciones académicas que han examinado la remuneración de los miembros del consejo de administración. Los objetivos del estudio son concluir qué variables extraídas de la literatura científica tienen mayor peso en la remuneración de los consejeros y analizar el impacto de los distintos Códigos de Buen Gobierno y precisar si su efecto es el deseado por éstos sobre la remuneración de los consejeros. Después de definir qué es el consejo de administración, las clases de consejeros que hay y los componentes retributivos de los consejeros, se analizan las teorías fundamentales de cómo retribuir a los consejeros, Teoría *Stewardsip* y Teoría de la Agencia, para concluir el marco teórico examinado la literatura científica y los distintos Códigos de Buen Gobierno publicados en España. El estudio se ciñe a las empresas a los consejeros de las empresas que se mantuvieron en el Ibex 35 en el período 2005-2017.

Posteriormente, tras haber extraído las variables que caracterizan la remuneración de los consejeros y exponer los resultados del análisis en el año 2005 y 2017, se concluye el estudio verificando que los consejeros ejecutivos son los mejor pagados por el peso de la retribución variables, en cambio, no se ha concluido que el sector financiero sea el que mejor pague a sus consejeros, ni que a mayor rentabilidad o capitalización bursátil tengan una mayor remuneración. Además, no se ha podido comprobar si los consejeros son remunerados en base a la Teoría de la Agencia. La investigación ha demostrado que los Códigos de Buen Gobierno no han logrado el impacto deseado y necesitan avanzar en arras de una mayor transparencia.

Palabras Clave

Códigos de Buen Gobierno, Consejeros, Remuneración, Ibex 35

Abstract

This work continues the academic research that has examined the remuneration of board of directors. The objectives of the study are to conclude which variables extracted from the scientific literature have the greatest weight in the remuneration of the directors and to analyse the impact of the different Corporate Governance Codes and to specify whether their effect is the one desired by them on the remuneration of the directors. After defining what the board of directors is, the types of directors and the remuneration components of the directors, the fundamental theories of how to remunerate the directors, Stewardsip Theory and Agency Theory, in order to conclude

the theoretical framework it is examined the scientific literature and the different Corporate Governance Codes published in Spain. The study confines companies to the directors of the companies that remained on the Ibex 35 during the 2005-2017 period.

Subsequently, after extracting the variables that characterize the remuneration of directors and presenting the results of the analysis in 2005 and 2017, the study is concluded by verifying that executive directors are the best paid due to the weight of the variable remuneration, whereas it has not been concluded that the financial sector is the one that pays the best to its directors, nor that the higher the profitability or market capitalization, involves a higher the remuneration. In addition, it has not been possible to verify whether directors are remunerated on the basis of the Agency's Theory. Research has shown that the Good Governance Codes have not achieved the desired impact and need to advance towards greater transparency.

Key words

Corporate Governance Codes, Directors, Remuneration IBEX 35,

Índice

| | |
|--|-----------|
| I. INTRODUCCIÓN | 4 |
| 1. Propósito y contextualización del tema | 5 |
| 2. Justificación del tema elegido | 6 |
| 3. Objetivos | 7 |
| 4. Metodología | 7 |
| 5. Estructura | 8 |
| II. MARCO TEÓRICO | 8 |
| 1. El consejo de administración..... | 9 |
| 2. Clases de consejeros | 9 |
| 3. Componentes de la remuneración de los consejeros..... | 11 |
| 4. Teorías fundamentales | 13 |
| 5. Revisión de la literatura económica sobre la remuneración de los consejeros. | 20 |
| 6. Los Códigos de Buen Gobierno españoles | 22 |
| 7. Marco conceptual para la investigación empírica | 33 |
| III. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA: LA REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS | 38 |
| 1.Método | 41 |
| IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS | 43 |
| 1. Resultados extraídos del año 2005 | 43 |
| 2. Resultados extraídos del año 2017 | 50 |
| V. CONCLUSIONES | 59 |
| VI. BIBLIOGRAFÍA | 61 |

Índice de gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1: Retribución a cada tipo de consejero en 2005..... | 44 |
| Gráfico 2: Número de consejeros en base a su tipología en 2005..... | 46 |
| Gráfico 3: Relación entre la remuneración total consejeros y el beneficio atribuido a la sociedad dominante en 2005..... | 48 |
| Gráfico 4: Composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en 2005. | 49 |
| Gráfico 5: : Retribuciones por tipo de consejero en 2017..... | 52 |
| Gráfico 6: Número de consejeros en 2017..... | 53 |
| Gráfico 7: Desglose de la retribución a los consejeros ejecutivos por concepto retributivo en 2017..... | 57 |
| Gráfico 8: Composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en 2017. | 58 |

Índice de ilustraciones

| | |
|---|----|
| Ilustración 1: Miembros de la alta dirección que no son consejeros ejecutivos y su remuneración de Telefónica S.A. en 2005..... | 50 |
| Ilustración 2: : Resumen de las retribuciones a los consejeros de Acciona S.A. en 2017..... | 55 |

Índice de tablas

| | |
|--|----|
| Tabla 1: Principales variables que según la literatura determinan la remuneración de los consejeros..... | 33 |
| Tabla 2: Principales recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno publicados en España, en materia de remuneración..... | 35 |
| Tabla 3: Conjunto de empresas estudiadas..... | 39 |
| Tabla 4: Remuneración total por sectores en 2005..... | 43 |
| Tabla 5: Remuneración total por capitalización en 2005..... | 44 |
| Tabla 6: Remuneración desglosada por concepto retributivo en 2005..... | 47 |
| Tabla 7: Remuneración total por sectores en 2017..... | 51 |
| Tabla 8: Remuneración total por capitalización en 2017..... | 51 |
| Tabla 9: Remuneración total desglosada a los consejeros de Acciona S.A. en 2017..... | 55 |

I. INTRODUCCIÓN

1. Propósito y contextualización del tema

El objetivo de este TFG es analizar la influencia de los Códigos de Buen Gobierno, desde el Código de Olivencia de 1998 hasta, el más actual, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015 en la política de remuneración de los consejeros del Ibex 35.

Las múltiples noticias sobre escándalos financieros no solo a nivel internacional (Enron, Arthur Andersen o Vivendi...) sino también a nivel nacional como el caso Bankia, que ha sido catalogado como el “el juicio a la banca más importante de la democracia española” (Europa Press,2018), han puesto en duda el funcionamiento de los consejos de administración de las grandes empresas. Estas crisis de algunas de estas empresas no solo han supuesto pérdidas millonarias para sus accionistas y en algunos casos su desaparición, sino que han generado una falta de confianza en el gobierno llevado a cabo por los consejos de administración de estas empresas, preguntándose si se podría haber evitado ya que en muchos casos ha sido por una falta de buenas prácticas de buen gobierno corporativo (Argadoña, 2009)

En consonancia con estos sucesos se ha llevado a cabo una tarea legislativa para establecer una guía de buen gobierno a través de la publicación de sucesivos códigos cuyas normas buscan que el proceso de toma de decisiones sea eficaz, transparente y encaminado al mantenimiento en el largo plazo de la empresa (OCDE, 2004).

Fruto de estas pautas marcadas por los códigos se ha reavivado el interés en los sistemas de retribución detrás de los consejos de administración de las grandes sociedades cotizadas que con anterioridad se mostraban reacios a dar publicidad a esta información. Hay numerosos estudios descriptivos que detallan la magnitud y composición de las remuneraciones, pero el presente trabajo propone una investigación empírica que pretende ver si ha habido un antes y un después tras la publicación de los distintos códigos y extraer las principales variables de la literatura científica que afectan a la remuneración de los consejeros.

La remuneración es un mecanismo para atraer y retener el talento para los encargados de formar parte del consejo de administración aparte de ser una compensación

por el trabajo realizado y así incentivar a que estén alineados sus comportamientos con los intereses de su accionariado (GARRIGUES, 2015).

Además, la retribución es un aspecto vital para mitigar el problema de agencia entre propietarios y directivos y que así los gestores únicamente se encarguen de ejercer su principal función: establecer la estrategia global de la empresa controlando y supervisando la política y directrices de toda la organización (Jensen y Meckling, 1976).

2. Justificación del tema elegido

En primer lugar, el Consejo de Administración tiene como objetivo definir la estrategia global de la empresa marcando la política y directrices de toda la organización en el largo plazo. Es la cúspide de la pirámide a la hora de la toma de decisiones y sin duda una de las decisiones más importantes es la retribución de sus miembros.

La retribución de los consejeros es un aspecto vital de toda sociedad. Hasta hace relativamente poco, se desconocía en función de qué parámetros se retribuían a los consejeros. Los distintos códigos han ido profundizando en este tema y culminado en la Ley de Transparencia del 2015 ya que los consejos de administración eran reticentes a detallar esta información (CNMV, 2005). Resulta por tanto interesante conocer a qué se debe este hecho y si ha sido gracias a los códigos que se ha producido este cambio. "Es ya evidente que con la crisis se han ampliado las diferencias entre los que más ganan y los que menos tienen y ello es uno de los elementos que más explican el auge de los populismos en muchos lugares. Muchas retribuciones son tan extraordinarias que tienen muy difícil justificación" (Fabregat, 2018).

Por otro lado, no es un debate estrictamente español, sino que ha irrumpido con fuerza en el mundo económico occidental y algunos de sus actores emblemáticos: desde el diario británico Financial Times hasta Blackrock, la mayor gestora de activos del mundo, con sede en Wall Street- han encendido todas las luces de alarma y claman por algún tipo de reforma que al menos limite los excesos retributivos en los consejos de administración (Rusiñol, 2018).

Existe una gran controversia actualmente ya que es muy difícil explicar los salarios en algunos casos tan elevados si se tiene en cuenta la gestión y el control llevados a cabo por el consejo de administración de las sociedades enfatizado porque en algunos casos se ha llegado a imputar y condenar a consejeros

Este tema me parece de real trascendencia ya que a pesar de que haya habido abundante literatura me parece muy interesante aunar las principales variables recopiladas de la literatura científica y ver cómo han influido históricamente en la política de la retribución de los consejeros prestando atención especial a la publicación de los distintos códigos para ver si han tenido el efecto deseado por cada código.

Se ha realizado una revisión de la literatura existente tanto a nivel nacional como internacional y se ha llegado a la conclusión de que hay escasos estudios sobre la remuneración de los consejeros tras las medidas de buen gobierno provocando un vacío literario alrededor de este tema.

3. Objetivos

El objetivo general mencionado al inicio de este trabajo se condensa en los siguientes propósitos específicos:

- Concluir qué variables extraídas de la literatura científica tienen mayor peso en la remuneración de los consejeros.
- Analizar el impacto de los distintos Códigos de Buen Gobierno y precisar si su efecto es el deseado por éstos sobre la remuneración de los consejeros.

4. Metodología

La técnica de investigación principal de este trabajo será cualitativa y consistirá en una revisión literaria.

El proceso investigador será inductivo para extraer relaciones y conclusiones a través de la combinación y el análisis transversal los distintos Códigos de Buen Gobierno, en lo referido a la remuneración de los consejeros. A partir de las variables extraídas debido a una revisión de la literatura económica se analiza, desde el 2005 hasta el 2017, el efecto de estas variables junto con los Códigos de Buen Gobierno publicados en España en las empresas escogidas del Ibex 35.

Para encontrar los trabajos académicos se ha recurrido principalmente a las bases de producción científica *Business resource complete*, *Academic Search* y *EconLit*, Dialnet y Google Scholar. Las palabras clave utilizadas han sido: *remuneración*, *buen gobierno* y *consejeros*.

Además de haber extraído de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los distintos Códigos de Buen Gobierno publicados.

5. Estructura

El Trabajo de Fin de Grado se encuentra estructurado en 5 secciones. En la primera sección, Introducción, se trata el contexto y la problemática entorno a la política de remuneración de los consejeros y el impacto de cada Código de Buen Gobierno y se establecen los objetivos del trabajo y cómo aportar valor.

En la segunda sección, Marco conceptual, se profundiza en la revisión de la literatura; se analizan los distintos códigos y se extraen las principales variables que afectan a la remuneración de los consejeros de la literatura científica.

En tercer lugar, Metodología, desarrolla el proceso de la investigación tomando como referencia los objetivos enunciados en la introducción. El estudio de campo ha consistido en analizar descriptivamente tanto en 2005 y 2017, a través de los informes publicados de gobierno corporativo en la CNMV, las variables científicas más importantes que afectan a la remuneración de los consejeros.

La cuarta sección, Análisis de resultados, se sintetizan los resultados obtenidos a través de los cuales se infieren las conclusiones. Averiguando el impacto de cada código y jerarquizando las variables que tienen peso en la remuneración de un consejero.

Por último, Conclusiones y recomendaciones, se valoran las implicaciones de los resultados obtenidos, en qué medida éste trabajo ha contribuido al conocimiento del tema y las limitaciones halladas. Además, se proponen futuras líneas de investigación en la materia.

Por otro lado, se dedica un apartado a la bibliografía en el que aparece una lista de referencias de las fuentes utilizadas para la elaboración de este trabajo.

II. MARCO TEÓRICO

El marco teórico de este trabajo comenzará abordando tres definiciones claves que son los consejos de administración y sus tipos de consejeros y la remuneración de los consejeros. A continuación, se hará una revisión a la literatura científica que aborda la retribución de los consejeros y se expondrán las teorías fundamentales sobre cómo retribuir a los consejeros. El marco concluirá analizando las pautas que aconsejan, en materia de retribución, los Códigos de Buen Gobierno publicados en España.

1. El consejo de administración

En primer lugar, antes de establecer el marco teórico, es necesario hacer una breve referencia a la importancia de los consejos de administración en las sociedades cotizadas.

El consejo de Administración representa a los accionistas que por ello son los que los nombran, fijan sus atribuciones y responsabilidades en la Junta General de Accionistas. Este órgano es el encargado primordial de gobernar una empresa y por ello debe velar y salvaguardar los intereses de los accionistas y comportarse como órgano intermediario entre éstos y el equipo directivo (CNMV, 2018).

Su principal misión es aportar valor en términos de gestión y organización para ello debe tener el conocimiento adecuado, independencia, dedicación y el poder para tomar sus decisiones (CNMV, 2018).

De acuerdo con el Instituto de Consejeros-Administradores español (ICA), existen seis grandes funciones del consejo de administración (ICA, 2016):

1. Liderar la empresa al máximo nivel
2. Definir la Estrategia Corporativa
3. Responder ante accionistas y terceros
4. Supervisar la gestión de la empresa
5. Supervisar al ejecutivo
6. Gestionar el propio Consejo

Por otro lado, es importante resaltar la estructura y composición de los consejos de administración para luego establecer las remuneraciones de cada figura. Así, el Consejo de Administración está compuesto por el presidente, consejeros y secretario. A efectos prácticos es importante distinguir los tres tipos de consejeros existentes: ejecutivos, dominicales e independientes (ICA, 2016).

Los consejeros ejecutivos son miembros del equipo directivo de la compañía; los dominicales son consejeros ajenos a la gestión diaria de la compañía, pero representan a un porcentaje de las acciones de esta; los independientes no están vinculados a la empresa ni a los accionistas y su labor principal es aportar una visión externa e independiente.

2. Clases de consejeros

El Consejo de Administración debe estar informado de la gestión de la sociedad y a pesar de haber distintos niveles ejecutivos todos han de estar coordinados. El consejo

debe mantener las distancias para poder supervisar la función de los directivos imparcialmente. Por ello, debe haber un mayor número de consejeros externos (no ejecutivos) (CNMV, 2016).

La categoría de consejeros externos se subdivide a su vez en consejeros independientes y consejeros dominicales. En cuanto a los consejeros independientes establece su “principal recomendación en este punto se basa en la figura del consejero independiente, cuya misión primordial consiste en hacer valer en el Consejo los intereses del capital flotante” (CNMV, 1998).

La razón de su nombre se encuentra en que están al margen de los núcleos de gestión y accionariales con mayor porcentaje que son los más influyentes. Esto no implica que ha de ser ajeno al capital social y varía mucho de un país a otro debido a la falta de legislación internacional uniforme ya que no se delimita claramente la diferencia entre consejeros dominicales e independientes de manera universal. Un consejero dominical sería aquel que no es ejecutivo, en cambio, un consejero es independiente, si es a su vez, independiente del equipo directivo y los propietarios de la compañía (Pan, Huang y Gopal, 2018). El concepto de independencia será el origen de esa falta de uniformidad internacional ya que cada país definirá en su territorio que es considerado independiente y que no es considerado independiente de forma que coexisten distintas definiciones en el panorama internacional (Pucheta-Martínez, 2015).

El consejero externo ha de realizar una labor de supervisión que consiste en examinar con la distancia e imparcialidad pertinente la labor de los directores de la sociedad. Las características definitorias de un consejero independiente son la experiencia, competencia y prestigio profesional al margen de si tienen o no la condición de accionistas (CNMV, 1998).

La entrada de este tipo de consejeros incrementará la representatividad al haber mayor número de puntos de vista que provocará que el Consejo cumpla eficazmente su función de supervisión (CNMV, 1998).

Las mayores críticas que reciben esta clase de consejeros son la posible falta de motivación y que al ser nombrados en el fondo estarán condicionados por la opinión del que los nombró quedando en juicio su independencia. Sin embargo, “los estudios realizados en este campo confirman la existencia de resultados positivos asociados al anuncio de designación o de aumento del número de consejeros independientes” (CNMV, 1998). Existe una correlación positiva entre la confianza en los consejeros y su prestigio profesional.

Por otro lado, los consejeros dominicales forman parte del Consejo por la titularidad o representación de paquetes accionariales de la sociedad. Debido a ello son capaces de influir en el control en la sociedad por ellos mismos o por acuerdos con otros consejeros dominicales que representen a un accionista significativo. Existen dos variantes: los que representan a los accionistas ordinarios de capital flotante y los que representan a un accionista o grupo (accionista significativo) de control de capital estable (CNMV, 1998).

La Ley 31/2014 de Sociedades de Capital en el artículo 529.1 en su epígrafe duodécimo define a los consejeros ejecutivos de la siguiente forma:

“Son consejeros ejecutivos aquellos que desempeñen funciones de dirección en la sociedad o su grupo, cualquiera que sea el vínculo jurídico que mantengan con ella. No obstante, los consejeros que sean altos directivos o consejeros de sociedades pertenecientes al grupo de la entidad dominante de la sociedad tendrán en esta la consideración de dominicales.”

La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital con el objetivo de profundizar en la mejora del gobierno corporativo establece la obligatoriedad de que cualquier consejero ejecutivo y la sociedad suscriban un contrato por escrito y expreso de naturaleza mercantil y que sea aprobado por la mayoría establecida (2/3) del Consejo de Administración. Esta medida va encaminada a aumentar la transparencia del Consejo, su independencia, profesionalización y el trato equitativo de todos los accionistas (CNMV, 1998)

3. Componentes de la remuneración de los consejeros

El Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros de las empresas del IBEX 35 (2013) establece que la remuneración de los consejeros puede estar formada por alguno de los siguientes elementos (CNMV, 2013):

- Retribución fija: compensación periódica y en metálico que corresponde a cada consejero por el mero hecho de ostentar dicha condición. Normalmente, es el elemento con mayor peso de la retribución de los consejeros. Juega un papel trascendental en los consejeros no ejecutivos para no comprometer su independencia y atraer a las personas con mayor talento. Dentro de este concepto, se encuentran los sueldos que es la cantidad otorgada a los consejeros delegados y ejecutivos por realizar dentro de la empresa tareas ejecutivas.

- **Retribución variable:** con una marcada influencia en la remuneración total. Tanto para la teoría de agencia con el objetivo de alinear intereses y para la teoría *stewardship* con el fin de motivar a la hora de cumplir sus funciones, la retribución variable resulta vital. Tiene una función claramente incentivadora para los consejeros ejecutivos que son al tipo que más afecta. Este concepto está basado en el cumplimiento de unos objetivos previamente establecidos y haber realizado determinadas funciones. Por ello, los criterios evaluadores del cumplimiento de esos objetivos deben ser medibles y claros. Por otro lado, en caso de estar ligada al cumplimiento de objetivos en el largo plazo, es decir, superiores a un año, aparte de recompensar con efectivo se les puede entregar acciones o convertibles. Además de poder sujetar las remuneraciones al valor de las acciones (derechos sobre la revalorización de las acciones, las opciones de compra sobre acciones...).
- **Dietas:** retribuciones por la asistencia a los Consejos y Comisiones. Esta depende a su vez del cargo ocupado y del número de reuniones.
- **Indemnizaciones:** cantidad percibida por los consejeros debido al cese de su relación laboral, en el caso de los ejecutivos, para el resto de los consejeros son siempre relaciones mercantiles.
- **Sistemas de ahorro a largo plazo y otros beneficios retributivos:** “incluyendo primas por seguros de vida, jubilación o cualquier otra prestación de supervivencia, que hayan concedido a sus consejeros”.
- **Dentro de la retribución variable,** hay que destacar la retribución basada en una participación en los beneficios que es una retribución entregada por alcanzar una cantidad específica de beneficios en un periodo determinado. Este concepto puede fomentar las decisiones a corto plazo, manipulación de la contabilidad y arriesgadas para cumplir dichos objetivos. Por lo que en base a la moderación recomendada no resulta conveniente este tipo de remuneración.

Tras haber concluido la primera parte del marco teórico, en la que se detallan las definiciones de consejo de administración, los distintos tipos de consejeros y los componentes de la remuneración se va a proceder a analizar las teorías fundamentales, una revisión de la literatura económica y los distintos códigos publicado en España en materia de gobierno corporativo.

4. Teorías fundamentales

4.1 Teoría de la Agencia

La teoría de la Agencia es indudablemente una de las teorías económicas de organización y dirección más influyentes. Hay numerosos defensores de esta teoría y de cómo solventar el problema de agencia (véase: Dalton, Hitt, Certo, y Dalton, 2007; Ghoshal, 2005; Hill y Jones, 1992).

El problema de agencia surge cuando el principal (propietario de la empresa) contrata a un empleado, y separa la propiedad y la gestión (el agente) para crear valor en su compañía. Habida cuenta de que los intereses del principal pueden divergir en relación con los intereses del agente, y que el principal obtenga una información imperfecta de la contribución del agente a la hora de aumentar el valor de su empresa, esta no alineación de intereses provoca un aumento de los costes e ineficiencia no solo para el principal sino para la sociedad en general (Geiler y Renneboog, 2011). Los costes, desglosados en la figura 1, vienen producidos por la asimetría de información y el conflicto de interés entre el principal y agente que ocasionan una destrucción de valor en la empresa.

La teoría de la Agencia presta particular atención al comportamiento de los CEOs y de los consejeros que, en último término, en suma, crean mayores costes para la sociedad al no alcanzar el máximo rendimiento posible las empresas y suponer una destrucción de valor empresarial (Douglas y Robert, 2016).

En el hipotético caso de que no hubiese el problema de agencia, siendo una tarea casi imposible de calcular precisamente, se ha estimado que en pequeñas empresas dichos costes suponen un 0,2% de los ingresos y en grandes compañías un 5% de los ingresos (Ang, Cole, y Lin, 2000; Dobson, 1992).

Esta teoría afirma que el principal debe buscar influenciar en el agente para economizar todos los costes provocados por el conflicto de interés. La teoría parte de las siguientes asunciones (Eisenhardt, 1989):

- 1) Todos los actores que intervienen buscan su propio interés
- 2) Son seres racionales
- 3) Los agentes tienen mayor aversión al riesgo que el principal

La motivación para que los consejeros desempeñen de la mejor manera su labor es exclusivamente de carácter financiera; por ello que los consejeros tengan acciones resulta positivo para alinear intereses. Según la teoría de agencia, los factores situacionales no se tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones ya que

imperera el racionalismo en su vertiente económica. El individuo, según esta teoría, es un ser racional que busca sus intereses tratando de maximizar su utilidad. El agente únicamente está motivado por incentivos financieros y el factor psicológico son las necesidades financieras. Por consiguiente, que el agente posea acciones de la compañía es el principal motivador lo que a su vez supone un coste para la compañía (Bose y Philips, 2016).

La teoría de la agencia está basada en la teoría de la X de McGregor (Bose y Philips, 2016). Esta teoría fue por primera vez articulada en un artículo titulado “The Human Side of Enterprise,” (McGregor 1957 citado en Bose y Philips, 2016) y en 1960 publica su libro titulado de igual forma.

A partir esta teoría, McGregor trata de comprender cómo interactúan el trabajador y la empresa. Este enfoque tradicional parte de la premisa de que el trabajador es un ente pasivo al que hay que obligar a trabajar ya que por su cuenta va a tratar de hacer lo menos posible y su única preocupación es obtener dinero. Al ser personas poco informadas, carentes de ambición y sin capacidad de afrontar los problemas deben estar bajo un control exhaustivo ya que, sino no llevarían a cabo sus tareas.

Por tanto, se hace necesario que la dirección ejerza un liderazgo, supervisión y control de manera constante para evitar la falta de productividad de sus empleados y controlar su comportamiento y responsabilidades. El liderazgo debe ser autoritario y estableciendo las tareas que hacer y cómo de manera clara a cada empleado. Se establecen unas normas concretas y estrictas que si no se cumplen acarrear una sanción para que los empleados realicen su trabajo. El dinero y concretamente su salario son los elementos motivadores de esta teoría

Una parte (el principal) contrata a otro (el agente) cuando el principal cree que va a aportar valor a la empresa. No es posible saber a priori cuánto valor va a aportar el agente debido a la falta de certeza del nivel de esfuerzo del agente y a factores exógenos. Sin embargo, la base de la contratación es que el agente va a aportar valor añadido a la empresa en el futuro. Este valor se ha llamado $E(V)$.

Asumiendo, como se desprende de la teoría de McGregor, que el agente y el principal buscan maximizar su propio interés, el problema surge para el principal cuando hay conflicto de intereses entre ambas partes o cuando el agente tiene mejor información que el principal.

Este problema, la base del problema de agencia, es que cuando surjan las mencionadas condiciones, probablemente, el agente no actúe en el interés del

principal. Consecuentemente, el principal no obtendrá la totalidad del valor esperado de la contratación ($E(V)$), sino algo menos: $E(V - C)$ (Bose y Philips, 2016).

Jensen and Meckling (1976) argumentaron que el problema de agencia caracteriza las elecciones de las empresas en temas de gobierno corporativo y el comportamiento de los consejeros (agentes). Los consejeros buscan incrementar su utilidad a pesar del coste para las empresas a través de no dar el máximo potencial posible o incrementar su retribución a costa de la de la empresa. Cuando la propiedad no tiene perfecta información de la conducta de los consejeros, los consejeros más egoístas actuarán para aumentar su beneficio en perjuicio del de la compañía.

La teoría de la Agencia explica la manera más eficiente de organizar la relación entre agente y principal empleando mecanismos (alineando incentivos y monitoreando) de manera adecuada.

El mayor reto del principal consiste en darse cuenta de los beneficios de la cooperación a la vez que minimizar la suma de las pérdidas de productividad y los costes de los mecanismos empleados para solventar dicho problema.

Con el objetivo de mitigar los costes de agencia que surgen del conflicto de intereses entre el principal y agente; el principal debe estructurar el acuerdo de la manera que se alineen más cercanamente los intereses de ambas partes.

Los conflictos entre agente y principal aparecen, como mínimo, en dos ocasiones. En primer lugar, tienen conflicto de interés en relación con la cantidad de esfuerzo que el agente debe realizar. El principal quiere que suministren el mayor esfuerzo posible ya que su producción influirá en el beneficio de la empresa; anteriormente, se asumió que el agente huía del esfuerzo. En segundo lugar, tienen conflictos de interés en relación con el riesgo que debe tomar el agente; el principal quiere que el agente asuma parte del riesgo tomado, hecho al que el agente se niega. Además, el agente querrá arriesgar más que el principal con el fin de obtener una mayor compensación, a pesar de que no sea la acción más recomendable (Geiler y Renneboog, 2011).

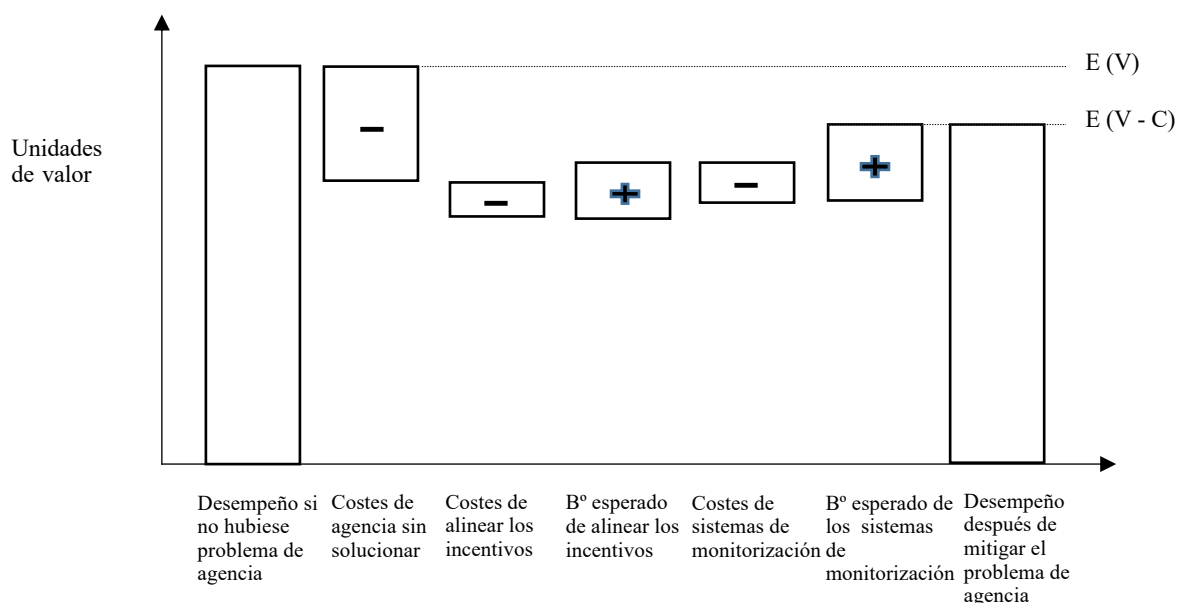
Recompensar al agente en base a su producción en vez de por su comportamiento es un mecanismo de alineación de intereses. Aunque el resultado de la empresa no lo pueden controlar totalmente. Por ello, los consejeros preferirán una compensación basada en el comportamiento (véase salario) que una compensación basada en el resultado económico (por ejemplo, acciones). Si desean mitigar el riesgo de que un consejero no alinee sus incentivos y tengan un contrato basado en el resultado, deben aumentar el pago potencial al consejero para compensar el hecho de

que comparta parte del riesgo del resultado. Un principal inteligente puede gastarse X dinero en alinear sus incentivos para salvar Y de potenciales pérdidas debido al comportamiento egoísta del agente siempre que Y sea mayor que X (Hill y Jones, 1992).

Para contrarrestar los costes que aparecen cuando hay asimetría informativa, el principal puede emplear un sistema de monitorización. Sin este sistema, el agente que prefiere el placer al trabajo elegirá esta última opción. Gracias a este método el comportamiento del agente será visible y supervisado. Un principal inteligente puede gastarse X dinero en monitorizar y supervisar para salvar Y de potenciales pérdidas debido a la falta de trabajo realizado por el agente al no estar vigilado (Hill y Jones, 1992).

En conclusión, los costes que el principal, según la teoría de la Agencia, debe asumir son la diferencia en términos de costes totales del problema de agencia sin utilizar ningún mecanismo de prevención (X) y el coste de los mecanismos para evitar este problema más el coste residual de agencia. Por ello, el principal no adquiere el valor total esperado sin tener en cuenta dicho problema (Ghosh y Aggarwal, 2011).

Figura 1: Teoría de la Agencia: costes y beneficios



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bose y Philips, 2016

4.2 Teoría *Stewardship*

A pesar de que la teoría de la Agencia aparece como dominante en cuanto a publicaciones y estudios sobre gobierno corporativo, investigadores psicológicos y sociológicos han sugerido ciertos límites a dicha teoría (Hirsch, Michaels, y Friedman, 1987 citado en Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). En concreto, las principales discrepancias surgen en torno al origen de la motivación que es la utilidad individual que nace tras el conflicto de intereses entre principal-agente. Esta teoría ignora la complejidad organizativa de la empresa y se necesita dar un paso más para tratar de explicar las relaciones basadas en asunciones no económicas (citado en Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). La teoría *Stewardship* ha introducido sus premisas definiendo las relaciones laborales basándose en comportamientos (Donaldson y Davis, 1991). Esta teoría define situaciones en las que los consejeros no están motivados por metas individuales, sino que sus intereses concuerden con los del principal.

La teoría *Stewardship* tiene su origen el campo de la psicología y sociología y fue diseñada para examinar situaciones en la que los *stewards* están motivados para actuar en el interés de su principal. “La teoría *Stewardship* define situaciones en las que los dueños no están motivados por intereses individuales, sino que los intereses de los *stewards* están alineados con los de su principal” (Davis et al., 1997). El modelo de hombre basado en un *steward* cuyo comportamiento está ordenado de manera tal que los comportamientos colectivistas y pro-organizativos tienen una mayor utilidad que los comportamientos individualistas de autoservicio. En el caso de que le surja el dilema de llevar un comportamiento individualista o colectivista, un *steward* no se separará de los intereses de su empresa. El *steward* pone el mayor énfasis en la cooperación ya que aportará una mayor utilidad a la empresa y su comportamiento será calificado como racional (Davis y Donaldson, 1991).

La teoría *Stewardship* está basada en la teoría de la Y de McGregor. En contraposición con la teoría X del mismo autor, la motivación de los trabajadores se basa en las siguientes condiciones (Davis y Donaldson, 1991):

- A pesar de que haya una ausencia de control, coacción y supervisión, el trabajador por él mismo es capaz de conseguir los objetivos de la empresa.

- El ser humano medio dentro de una organización busca la responsabilidad no huye de ella. La falta de búsqueda de responsabilidad no es una condición innata al ser humano sino aprendida por él.
- Trabajar es igual de natural que el ocio y descanso. No se tiene rechazo al trabajo al revés es una actividad satisfactoria y complaciente.
- El ser humano únicamente utiliza una parte de la totalidad de su capacidad intelectual. El ser humano es capaz de solucionar problemas de la empresa gracias a sus cualidades (ingenio, imaginación, creatividad...)

Por tanto, en cada ser humano está presente la motivación, el desarrollo, la responsabilidad y centrar su trabajo en conseguir los objetivos de la organización. La organización debe permitir que se cumplan estos factores intrínsecos. Se debe crear un entorno organizacional en el que se alineen de la mayor manera posible los intereses de la empresa con los de los trabajadores, que provoque la armonización de objetivos.

La empresa debe proporcionar desafíos intelectuales y retos para sus trabajadores para que se puedan sentir autorrealizados. Debe haber una descentralización del trabajo en la que cada trabajador se sienta parte del trabajo final y se confíe y delegue en ellos, todo ello en un ambiente colaborativo y participativo.

En concordancia con esta teoría, el comportamiento del *steward* es colectivo porque así se cumplirán los objetivos fijados por la organización tanto a nivel económico como social. Esta teoría afirma que existe una correlación positiva entre el éxito empresarial y la satisfacción de los intereses del principal. Por ello, un *steward* busca maximizar el beneficio *del shareholder* a través de maximizar el desempeño empresarial (Davis y Donaldson, 1991).

El *steward* obviamente también tiene unas necesidades que han de ser cubiertas. La diferencia entre ambas teorías radica en cómo esas necesidades son resueltas. El *steward* confía que cumpliendo los intereses de la compañía y trabajando colectivamente las necesidades personales se cubrirán. El coste de oportunidad de trabajar de esta forma es menor ya que se gana más utilidad que a través de un comportamiento individual. Sus intereses concuerdan con los del principal y consecuentemente, los objetivos e intereses del *steward* giran en torno a los de la empresa (Bernstein, Buse y Bilimoria, 2016).

Todos los costes empleados para mitigar el problema de Agencia no tienen sentido ya que se confía en que el *steward* actúe de acuerdo con los objetivos de la empresa. Por lo que seguir utilizando estos mecanismos de corrección podría ser hasta contraproducente porque le aminoraría su motivación. La idea principal de esta teoría es que los intereses de los consejeros y propiedad son los mismos. La clave consiste en construir estructuras organizativas que fomenten la autonomía de los trabajadores en vez de supervisarlos y controlarlos (Donaldson y Davis, 1991).

El hándicap de la teoría *Stewardship* que hace que fracase radica en la cantidad de riesgo que el principal esté dispuesto a asumir. El contrato entre ambas partes debe especificar el riesgo que quiere asumir con su patrimonio. El principal adverso al riesgo es más proclive a creer que sus empleados buscan su propio interés y preferirán un contrato de agencia. La motivación es puramente financiera y para alinear los intereses hay que entregarles acciones de la empresa (para que se sientan propietarios) y alinear intereses. En cambio, si el principal es capaz de asumir riesgos y confiar en sus empleados llevando a cabo una tarea de aconsejar, apoyar y compartir experiencias en vez de controlar y supervisar, la teoría *Stewardship* es la apropiada (Zhang, Yang, y Zhu, 2017).

Esta teoría considera inútiles los costes financieros para motivar a los empleados. Aquí los factores psicológicos y sociológicos constituyen el pilar motivacional. En la teoría de la agencia, la motivación se alcanza con la satisfacción económica de las necesidades. Sin embargo, en la teoría *Stewardship* la motivación se adquiere entre otros a través del progreso, logros y autorrealización. Los trabajadores se motivan gracias a la necesidad de adquirir una satisfacción intrínseca llevando a cabo un trabajo enriquecedor y desafiante, ejercer responsabilidad y autoridad y debido a todo esto ser reconocido por sus compañeros (McClelland 1961; Herzberg et al. 1959, citado en Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). Como se observa, no son parámetros financieros, sino que van encaminados con los ideales de la compañía en el que se funde el ego individual y el de la compañía.

Una vez analizadas ambas teorías, conviene exponer una revisión de la literatura económica sobre la remuneración de los consejeros y detallar las novedades que se han ido introduciendo en materia retributiva los Códigos de Buen Gobierno españoles para concluir con el marco teórico.

5. Revisión de la literatura económica sobre la remuneración de los consejeros.

La literatura económica ha intentado dar explicación a cuáles son los incentivos en la remuneración percibida por los consejeros para alinear los intereses de los accionistas con el de los consejeros.

La remuneración ha sido analizada bajo el enfoque de la teoría de la agencia que la considera un mecanismo de gobierno empresarial que a través de un contrato se incentiva y se ejerce presión para que atraiga y retenga el talento y, por otro lado, que sus decisiones sean en el interés de los accionistas. Para alinear intereses el beneficio marginal que puedan obtener los consejeros con comportamientos oportunistas debe ser inferior al coste de oportunidad de tal actuación dada la remuneración que le da la sociedad al consejero (Shleifer y Vishny, 1997).

Existen dos opciones para fijar la remuneración de los consejeros. En primer lugar, que los accionistas fijen la política retributiva con el fin de controlar y supervisar la actuación de los gestores. La otra opción es que los consejeros diseñen ellos la política retributiva reflejando sus intereses particulares. Al fijar los consejeros la política retributiva no tiene sentido establecer mecanismos de control y supervisión, aunque fijarán una remuneración mayor a la establecida por los accionistas (Arrondo, Fernández y Fernández, 2008).

El contexto por el que se ha de tomar una de las dos decisiones, está marcado porque hay información asimétrica y conflictos de interés entre los consejeros y accionistas. Además, los consejeros son los encargados de tomar las decisiones que afectan a la sociedad debido a que los accionistas delegan su poder de decisión en el consejo de administración. Los accionistas al delegar en los consejeros esta capacidad de decisión no son capaces de verdaderamente ver el esfuerzo de los consejeros en su desempeño profesional.

Por lo que, para maximizar el valor de la sociedad, la teoría de agencia recomienda que haya una gran parte de la retribución de los consejeros sujeta a una medida observable del trabajo realizado por los consejeros (Hart, 1995). Este sistema de remuneración debería conseguir el equilibrio óptimo partiendo del binomio retribuciones potenciales y riesgo asumido en las decisiones tomadas por los consejeros (Arrondo, Fernández y Fernández, 2008).

El diseño de la política retributiva y el hecho de que los consejeros externos sean los principales beneficiarios de la remuneración variable y entrega de acciones y opciones hacen que, con diferencia, sean los mejor pagados entre los miembros del consejo de administración (Gayle, Li y Miller, 2018).

Idealmente los contratos deberían regular exhaustivamente cada situación para eliminar el problema de agencia, pero esto no es posible. Aquí aparecen las prácticas de gobierno corporativo que establecen un modelo teórico por el cual la retribución está vinculada a variables de gobierno corporativo (Salas 1992).

Estas variables de gobierno corporativo son, entre otras, la participación accionarial de los consejeros, características de las comisiones y del consejo de administración que influyen en el comportamiento de los consejeros y el valor de la sociedad. Sin embargo, los estudios realizados que han revisado la literatura económica no han conseguido encontrar una relación directa entre las políticas retributivas y el comportamiento de los consejeros y/o el valor de la sociedad (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Murphy, 1999; Coret et al., 2003).

Es más, hay estudios que concluyen que la remuneración de la alta dirección está inexistentemente relacionada con la rentabilidad económica o incluso que tienen una relación negativa (Duffhues y Kabir, 2007). Basándose en el principio de moderación, hay estudios que afirman que a menor retribución a los consejeros mayor será el rendimiento de la sociedad (Sánchez y Lucas, 2008).

En cambio, hay estudios que sí que demuestran que hay factores en la política que sí son definitorios como son la capitalización bursátil y la cuantía de las retribuciones a los consejeros (Murphy, 1985; Kaplan, 1994; Coret et al., 1999) y la rentabilidad empresarial (Jensen y Murphy, 1990; Gregget et al., 1993; Attaway, 2000). También, hay trabajos empíricos que sugieren, en el corto plazo, que la retribución a los consejeros tiene una relación positiva con la rentabilidad económica (Ferrero, 2009).

Además, hay estudios que demuestran que de entre todos los sectores en los que se encuentran inmersas las empresas del Ibex 35, el sector bancario es el sector que mejor paga a sus consejeros (Crespí-Cladera y Gispert, 2003).

Por otro lado, en cuanto a los factores más influyentes de las políticas retributivas de las sociedades, tampoco son definitorios los resultados extraídos de los estudios realizados sobre las sociedades que tienen un modelo de gobierno corporativo más desarrollado que mitigaría el problema de agencia, es decir, un modelo que persigue alinear los intereses de consejeros y accionistas que la política retributiva sea desarrollada por los accionistas y a la vez concuerde con los intereses de los consejeros. (Dyl, 1988; Hambrick y Finkelstein, 1995; Yafeh y Yosha, 1996; Tosietal, 2000).

Más concretamente, los distintos códigos de buen gobierno publicados, con el fin de mitigar el problema de agencia, en concreto, el conflicto de interés por ver la

independencia de los consejeros externos (independientes y dominicales) comprometida, recomiendan que no tenga ligada su remuneración variable a los resultados de la sociedad y se les entregue acciones y/o opciones. Todo lo contrario, los códigos sí que aconsejan esta práctica para los consejeros no externos ya que no surge el mencionado problema debido a su condición de ejecutivos.

Por último, en lo relativo a la comisión de retribución, hay estudios que demuestran que cuanto mayor sea la independencia de la comisión más estará ligada la retribución de los consejeros ejecutivos al rendimiento empresarial (Conyon y Peck, 1998). Pero, hay estudios más recientes que demuestran lo contrario (Anderson y Bizjak, 2003).

6. Los Códigos de Buen Gobierno españoles

El objetivo de este trabajo consiste en averiguar si los Códigos de Buen Gobierno españoles, con casi treinta años en vigor, han tenido algún efecto sobre las conductas de gobierno corporativo, concretamente en las políticas de retribución de los consejeros, de las empresas seleccionadas.

Recientemente, se está asistiendo a un considerable aumento de la regulación de gobierno corporativo tanto a nivel nacional como internacional. En 2015, se publicaba el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas que introduce ciertos aspectos de obligado cumplimiento y establece el lema de “cumplir o explicar”, y la Ley de Sociedades de Capital que regula las tareas de los administradores y consejeros. Un año antes se presentaba la Estrategia Española de Responsabilidad Social de las Empresas, aunando aportaciones de las administraciones públicas, empresas, sindicatos y sociedad civil. Con el espíritu de retomar la confianza en la información financiera y económica que presentan las sociedades inspirada en la normativa comunitaria a través de la calidad de la auditoría, entra en vigor la Ley de Auditoría de Cuentas (CNMV, 2016).

En el ámbito internacional, se ha seguido la misma tendencia gracias al Plan de Acción de la Comisión Europea sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo, publicado con el fin de establecer una mejora en el entramado empresarial europeo y establecer un marco jurídico moderno en el que tenga cabida una mayor participación del accionariado y la viabilidad de las empresas. Su objetivo principal es adaptar el Derecho de sociedades y gobierno corporativo de una manera eficaz y eficiente al entorno social y económico cambiante (CNMV, 2016).

Además, el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo ha publicado numerosos artículos en su página web con recomendaciones sobre buenas prácticas de gobierno corporativo dirigidos especialmente a las sociedades cotizadas de Europa (IEGB, 2018) Por otro lado, se ha celebrado la vigésima conferencia sobre gobierno corporativo en Malta hecho que refuerza la preocupación comunitaria en relación con este aspecto (IEGB, 2018).

Ha habido una profunda discusión sobre el alcance de los distintos códigos, sobre todo en cuanto a la eficacia y la eficiencia de los sistemas de gobierno corporativo, en particular, de los consejos de administración, como ponen de manifiesto Carter y Lorsch (2005):

“(...) incluso aquellos consejos que, buscando su mejora, han adoptado nuevas ideas y mejores prácticas, siguen teniendo problemas para hacer su trabajo. Parece crecer la distancia entre lo que pueden hacer y lo que se espera que hagan, de manera que, a menos que el diseño del consejo preste atención a este aspecto, la distancia será cada vez mayor. (...) La última década ha supuesto el fermento del consenso gradual acerca del concepto de mejores prácticas. En el fondo de este subyace la idea de que los consejos deben fortalecerse si quieren gobernar correctamente.”

En el pasado y recientemente enfatizado por la crisis financiera, el gobierno corporativo ha ido ganando peso en la comunidad internacional y se le ha atribuido una vital importancia a la gestión transparente y adecuada de una sociedad ya que favorece la seguridad económica y jurídica e impulsa el crecimiento sostenible de una empresa. La anterior escasa trascendencia de las prácticas de gobierno corporativo ha hecho que no solo se publiquen numerosos códigos, sino que los inversores, consumidores y la sociedad en general se fijen ya no únicamente en parámetros financieros, sino que quieren saber sobre cómo se han logrado esos resultados, es decir, su política de gobierno corporativo (Delloite, 2018).

La aplicación de esta práctica no resulta determinante en el corto plazo, pero en el medio y largo plazo es crucial para el crecimiento sostenible de una empresa, como dijo la Presidenta de la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los diputados, Elvira Rodríguez Herrero, “los avances en gobierno corporativo hacen a las empresas más atractivas como negocio, más sostenibles económicamente y, por lo tanto, más competitivas” (Delloite, 2018).

Por consiguiente, en el estudio empírico de este trabajo se van a analizar los distintos códigos de buen gobierno publicados en España fijando el objetivo en las prácticas que afectan a la política de retribución de los consejeros.

6.1 Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. (Comisión Olivencia) ¹

El informe data de 1998, se conoce como Código Olivencia, y tiene una doble misión: detallar la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas y redactar un Código ético de buen gobierno de carácter voluntario.

Por consiguiente, el código recomienda la creación de la Comisión de Retribuciones, aunque será el propio consejo de administración quien determinará sus funciones y competencias. La función principal de la comisión será “auxiliar al Consejo en la determinación y supervisión de la política de remuneración de los consejeros y altos ejecutivos de la sociedad”, no siendo su papel principal el tener facultades de decisión. Sin embargo, para gozar de un carácter neutral han de estar compuestas por consejeros externos (dominicales e independientes) un mínimo de tres y convivir junto con la Comisión de Auditoría y Cumplimiento. Se le han de atribuir, como mínimo “las siguientes competencias:

- (a) proponer al Consejo de Administración el sistema y la cuantía de las retribuciones anuales de los consejeros;
- (b) revisar periódicamente los programas de retribución, ponderando su adecuación y sus rendimientos; y
- (c) velar por la transparencia de las retribuciones.”

En cuanto a la política de retribución, el código muestra su preocupación por la falta de información debido a su gran importancia ya que hay una generalizada opacidad que no se ha podido destapar. Las exigencias legales, mencionar en la memoria anual el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones, no son suficientes para los accionistas y el mercado. El código incentiva la progresiva apertura de la información sobre la retribución para que haya un completo conocimiento. Se debe individualizar y detallar cada uno de los conceptos que constituyen el salario de un consejero, tanto por su condición de miembros del Consejo como por otras relaciones jurídicas (servicios profesionales, cargos de dirección o ejecutivos).

La remuneración debe ser suficiente para retener a personas a competentes, que esté asociada a los rendimientos del consejero, en especial la de los consejeros

¹ La fuente de este epígrafe es la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. (1998). Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (Comisión Olivencia).

ejecutivos (para reducir la conflictiva de la teoría de la agencia), a la marcha de la compañía y conocida públicamente para poder ser juzgada.

El Código insiste en la moderación, es decir, que sea suficiente para el consejero pero que no comprometa su independencia.

En contra de la recomendación establecida, el sistema de retribución que opera es la retribución al consejero que tiene como límite máximo un porcentaje de los beneficios obtenidos prestablecido. Por consiguiente, no es estrictamente una participación en beneficios ni se consigue, por ende, el efecto pretendido.

6.2. Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas. (Comisión Aldama) ²

En línea con el anterior informe, sin embargo, este informe del 2003, conocido como Código Aldama, profundiza en el principio de libertad que a su vez tiene una doble vertiente: el ejercicio de la libertad de los accionistas y la libertad de las empresas para elegir sus estrategias y organizar su gobierno corporativo.

Con el objetivo de superar la falta de información, el Código establece que la Comisión de Retribuciones debe informar al Consejo de Administración de la retribución, la política general de retribuciones e incentivos de los consejeros. Como se observa se fomenta el paulatino cambio hacia una completa información ya que el Informe Olivencia ya recomendó que publicasen las remuneraciones individualizadas de cada consejero con el mayor desglose posible en la Memoria Anual como muestra de la calidad del gobierno corporativo de una sociedad.

Además, este código exige que cuando la remuneración se encuentre en función de los resultados de la sociedad, se debe tener en cuenta las salvedades del informe del auditor externo y que tengan influencia significativa sobre la cuenta de resultados.

Por otro lado, se recomienda la entrega de acciones, referenciadas al valor de las acciones u opciones de acciones, pero únicamente para consejeros ejecutivos con el fin de resolver el problema de agencia. Fruto del lento proceso de cambio se recomienda iniciar separando la remuneración de lo que les corresponde como

² La fuente de este epígrafe es la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las Sociedades Cotizadas. (2003). Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas (Comisión Aldama).

consejeros y la que les corresponde por la alta dirección, a los consejeros ejecutivos. Se pide que se desglose “los conceptos a que corresponden: salario en metálico y en especie, opciones sobre acciones, bonus, fondos de pensiones, provisiones por indemnizaciones y otras compensaciones que pudieran existir”.

6.3 Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas³

La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, prevé que la CNMV publique “un documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo existentes”, con el objetivo de que las sociedades cotizadas en cumplimiento con el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, estipulen si en su Informe Anual de Gobierno Corporativo cumplen o no las recomendaciones de gobierno corporativo. Este fue el principal motivo de la publicación en 2006 del código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (conocido como Código Conthe).

La plena transparencia se impone como principio rector de las retribuciones de los miembros del Consejo para evitar remuneraciones excesivas. Este principio debe englobar todos los conceptos y componentes retributivos, hasta las indemnizaciones pactadas en caso de cese. El Consejo debe aprobar una pormenorizada política de remuneraciones e incluir en la Memoria las remuneraciones individuales de los consejeros. También, se recomienda establecer los criterios de evaluación sobre la remuneración variable, bonus, otros beneficios no satisfechos en metálico, la entrega de acciones u opciones sobre acciones. Otra recomendación, es la estimación del importe absoluto en función de los parámetros previamente establecidos en relación con el grado de cumplimiento de los objetivos tomados como referencia.

A pesar de que el Código respeta el principio de autonomía privada y manifiesta la importancia de la transparencia y aprobación por los órganos correspondientes; elabora una serie de recomendaciones como la exclusión de los consejeros externos del sistema de retribución variable que estuviese condicionado por los beneficios, cotización en un momento concreto u otros parámetros financieros de gestión con el fin de evitar conflictos de interés ya que podrían alterar los resultados a través de prácticas contables u otras decisiones para obtener una mayor retribución variable y no por el bien de la sociedad. Sin embargo, resulta beneficiosa para la sociedad si se otorga a los consejeros ejecutivos alineándose con los intereses

³ La fuente de este epígrafe es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2006). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

accionistas. Por consiguiente, en el equilibrio de ambos argumentos, se debe encontrar la retribución variable a los consejeros ejecutivos que debe estar limitada. Aunque no incluirá si se entregan las acciones y se obliga a que los consejeros las conserven hasta su cese como miembro del Consejo.

El Código trata de evitar el efecto escalada o *ratchet effect* que consiste en que cuando las sociedades establecen su política retributiva no fijen estar en la media de sus comparables ya que ese afán de acercarse al valor medio conllevaría inevitablemente al alza del valor medio de las retribuciones en su totalidad provocando una tendencia alcista.

En cuanto a la retribución en función de la cotización de la acción, en ningún caso debe atender a la variación absoluta sino a la mejora “relativa respecto al coste del capital para los accionistas o a la de otras sociedades comparables, de suerte que aquélla no refleje la mera evolución general del mercado y dé origen a enriquecimientos excesivos motivados puramente por la euforia bursátil.” La retribución variable debe otorgarse en base al desempeño profesional y no en base a la evolución del mercado bursátil.

Nuevamente, se insiste en la moderación de las retribuciones de los consejeros que sean suficientes para atraer y retenerlos pero que su cuantía no afecte a su independencia.

En consecuencia, se recomienda una votación consultiva por la Junta General y dado este carácter no se exige un porcentaje mínimo de votos por parte del accionariado. Este hito que es innovador en la práctica societaria española busca un auge en la confianza o censura de la gestión de los administradores.

Lógicamente, este Código no dispone que las sociedades cotizadas revelen aspectos de la remuneración que podrían tornarse en su contra al ser utilizados por las sociedades competidoras al revelar estrategias comerciales.

El aspecto innovador de este Código es que invita no solo a la transparencia de las retribuciones en cuanto a su conjunto sino también a las individuales de cada consejero. Esta transparencia debe englobar las retribuciones en especie, acciones y opciones. Todas ellas reflejadas en la Memoria de las cuentas anuales en la que aparezcan las retribuciones percibidas por los consejeros ejecutivos y el resultado del ejercicio de la sociedad en cuestión y debe ponerse a disposición del accionariado.

La memoria debe detallar las retribuciones individuales de los consejeros y debería incluir:

“a. El desglose individualizado de la remuneración de cada consejero que, incluirá en, su caso:

- i. Las dietas de asistencia u otras retribuciones fijas como consejero;
- ii. La remuneración adicional como presidente o miembro de alguna comisión del Consejo;
- iii. Cualquier remuneración en concepto de participación en beneficios o primas, y la razón por la que se otorgaron;
- iv. Las aportaciones a favor del consejero a planes de pensiones de aportación definida; o el aumento de derechos consolidados del consejero, cuando se trate de aportaciones a planes de prestación definida;
- v. Cualesquiera indemnizaciones pactadas o pagadas en caso de terminación de sus funciones;
- vi. Las remuneraciones percibidas como consejero de otras empresas del grupo;
- vii. Las retribuciones por el desempeño de funciones de alta dirección de los consejeros ejecutivos;
- viii. Cualquier otro concepto retributivo distinto de los anteriores, cualquiera que sea su naturaleza o la entidad del grupo que lo satisfaga, especialmente cuando tenga la consideración de operación vinculada o su omisión distorsione la imagen fiel de las remuneraciones totales percibidas por el consejero.

b. El desglose individualizado de las eventuales entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento referenciado al valor de la acción, con detalle de:

- i. Número de acciones u opciones concedidas en el año, y condiciones para su ejercicio;
- ii. Número de opciones ejercidas durante el año, con indicación del número de acciones afectas y el precio de ejercicio;
- iii. Número de opciones pendientes de ejercitar a final de año, con indicación de su precio, fecha y demás requisitos de ejercicio;
- iv. Cualquier modificación durante el año de las condiciones de ejercicio de opciones ya concedidas.

c. información sobre la relación, en dicho ejercicio pasado, entre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos y los resultados u otras medidas de rendimiento de la sociedad”

En conexión con el desglose individualizado de la retribución de cada consejero, la Comisión de Retribuciones deberá proponer al Consejo de Administración la retribución individual de los consejeros ejecutivos y velar porque se cumpla política retributiva de la sociedad.

6.4 Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas⁴

La publicación de este Código en 2013 está completamente marcada por la crisis económica internacional y la multiplicación de iniciativas de buenas prácticas de gobierno corporativo. La sociedad se está dando cuenta de la importancia que tiene el gobierno corporativo en la creación de valor de una sociedad, es decir, que una gestión adecuada, transparente y eficiente aumentará el valor de la sociedad y la confianza de los inversores.

Fruto de este cambio, España no se ha quedado atrás en este aspecto. Así, el Plan Nacional de Reformas 2013 busca agrandar el marco del buen gobierno corporativo nacional. Su objetivo es ser puntero en cuanto al cumplimiento de los criterios y principios internacionales de las prácticas de buen gobierno y mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las compañías españolas.

Debido a la complejidad a la hora de establecer los sistemas de remuneración se hace necesario la creación de una comisión especializada con una gran capacidad de juicio, experiencia y comprensión que recalquen la independencia y especialización de sus miembros. Por ello, se recomienda en las sociedades que estén en el IBEX-35 que separen las comisiones de nombramientos y retribuciones y estén formadas en su mayoría por consejeros independientes.

Por otro lado, “la remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables.”

Últimamente, se han creado estructuras de remuneración cortoplacistas, demasiado complejas y que no guardan relación con los resultados obtenidos por la

⁴ La fuente de este epígrafe es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2013). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

sociedad. La legislación mercantil de acuerdo con las recomendaciones de la Unión Europea ha incorporado un conjunto de normas que reclaman la correlación entre la remuneración y la situación económica de la sociedad, la importancia de la sociedad y el mercado; en caso de conflicto de interés presente en los que toman las decisiones, la creación de un sistema de determinación y aprobación distinto; asegurar la transparencia en la remuneración de los miembros del Consejo. Todo ello, sin aminorar la capacidad de gestión de las sociedades, su competitividad y el principio fundamental de la autonomía privada.

En este marco, se dictaminan una serie de recomendaciones que versan sobre la composición, estructura y forma de remuneración, elementos esenciales de las prácticas de buen gobierno corporativo.

La remuneración está compuesta por los siguientes componentes: “fijos, variables, entrega de acciones u otros instrumentos financieros referenciados a su valor, y pagos por resolución contractual” y existen los siguientes tipos de consejeros: ejecutivos y externos.

El Código, en línea con los anteriores, recomienda que los consejeros externos para evitar conflictos de interés no tengan ligada su remuneración variable a los resultados de la sociedad y la entrega de acciones, opciones, sistemas de ahorro y previsión social a no ser que las hayan de mantener hasta su cese. En cambio, para los consejeros ejecutivos sí que se recomienda esta práctica y se recomienda la entrega de un elevado porcentaje. Sin embargo, los consejeros no podrán enajenar “un número de acciones equivalente a dos veces su remuneración fija anual, ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su atribución.”

En cuanto a la retribución variable de los consejeros ejecutivos, aparte de basarse en su rendimiento también se ha de basar en factores financieros y no financieros que se puedan medir y busquen aumentar la rentabilidad y la sostenibilidad en el largo plazo. Por ello, se incorporará un elemento que permita diferenciarse y comprobar que se hayan cumplido los objetivos y estar sujeto a cláusulas de reembolso. En concreto, la remuneración variable no debe fijarse en la evolución del mercado sino con el desempeño profesional. “Y, en particular, que los componentes variables de las remuneraciones:

a) Estén vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles y que dichos criterios consideren el riesgo asumido para la obtención de un resultado.

b) Promuevan la sostenibilidad de la empresa e incluyan criterios no financieros que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo, como el cumplimiento de las reglas y los procedimientos internos de la sociedad y de sus políticas para el control y gestión de riesgos.

c) Se configuren sobre la base de un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo, que permitan remunerar el rendimiento por un desempeño continuado durante un período de tiempo suficiente para apreciar su contribución a la creación sostenible de valor, de forma que los elementos de medida de ese rendimiento no giren únicamente en torno a hechos puntuales, ocasionales o extraordinarios.”

La sociedad debería poder reclamar con posterioridad el reintegro de la cantidad variable de la remuneración, a través de la inclusión de una cláusula, cuando se demuestre que no se había otorgado en función del rendimiento del consejero o a datos exactos.

La remuneración no debe ser tan elevada que pueda comprometer la independencia de los consejeros externos, pero debe ser adecuada para mantener y atraer a los consejeros. Además, debe atender a las salvedades del informe del auditor externo que disminuyan los resultados.

Por último, en caso de cese la cantidad acordada no puede ser superior a dos años de la remuneración anual (fija y variable) y se ha de comprobar previamente que ha cumplido los requisitos de rendimiento.

Posteriormente, se produjo una revisión del código en 2015 que se ha suprimido del análisis al no introducir novedades en materia de retribución a los consejeros en relación con el Código analizado en este epígrafe.

6.5 De la moderación a la transparencia en los Códigos de Buen Gobierno

La retribución del consejo de administración es un aspecto crucial en el gobierno corporativo de las sociedades. Los distintos códigos de buen gobierno recalcan la importancia de la moderación. La retribución debe ser un mecanismo eficaz empleado para atraer y retener a consejeros con grandes capacidades. La moderación descarta que la retribución sea desorbitada ya que como recalca la Ley de Sociedades de Capital,

“Deberá en todo caso guardar una proporción razonable con la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables. El sistema de remuneración establecido deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables (art. 217.4 LSC).”

La moderación resulta clave en cuanto a los consejeros independientes ya que un salario demasiado elevado podría poner en entredicho su condición de tales. Sin embargo, la retribución debe ser suficiente para poder atraer a los mejores profesionales y en este binomio debe estar la remuneración del consejero independiente. En cambio, los consejeros ejecutivos deben establecer las principales variables de la remuneración en el contrato que firman con la sociedad. Así, deberá estipular la cuantía de la retribución fija anual, su actualización, si procede y las indemnizaciones tanto por cese anticipado como por terminación del contrato (CNMV 1998).

Sin embargo, a partir de la ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía sostenible, se modifica la Ley del Mercado de Valores, y se obliga a publicar la información relativa a la remuneración de los administradores (art. 61.3 LMV). De esta manera, el Consejo de Administración de las sociedades cotizadas tiene la obligación de elaborar, junto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, “un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros, que incluirá información clara, completa y comprensible sobre la política de remuneraciones de la Sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas”.

Además deberá publicar “el informe anual sobre las remuneraciones de los Consejeros, la política de remuneraciones de la Sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, la prevista para años futuros, el resumen anual de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los Consejeros, se difundirá y someterá a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la Junta General de Accionistas” (art. 62.3 LMV).

Esta modificación legal, ha puesto en el nivel más alto de importancia a la transparencia que hará que aumente el valor de la sociedad y la confianza de los inversores (CNMV, 2016). El debate no radica en si son demasiado elevadas las remuneraciones. El foco del debate es si la remuneración de los consejeros está bien estructurada, relacionada

manifiestamente con los objetivos de la compañía, desglosada individualmente y por conceptos y que premia a los consejeros que contribuyen a la viabilidad y el progreso de la sociedad en el largo plazo. Dentro de la transparencia informativa, el artículo 540 de la LSC, fiel al principio «cumplir o explicar», obliga a las sociedades cotizadas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo el grado de seguimiento de las recomendaciones de buenas prácticas y, en su caso, explicar su falta de seguimiento (CNMV, 2017).

7. Marco conceptual para la investigación empírica

En este epígrafe, por un lado, se va a proceder a realizar una tabla (tabla 1) que recoge las principales variables que afectan a la remuneración para el análisis posterior que sería lo investigado en el estudio de campo, con el objetivo de concluir la revisión de la literatura.

Tabla 1: Principales variables que según la literatura determinan la remuneración de los consejeros

| Variables | Definición | Estudio |
|--|---|---|
| Importancia de la Teoría de la Agencia | La remuneración tiene que alinear los intereses de los consejeros y de los accionistas: beneficio marginal comportamientos oportunistas < coste de oportunidad de la remuneración mayor para compensar tal beneficio. | Shleifer y Vishny, 1997 Hart, 1995 Gómez-Mejía y Wiseman, 1997 Murphy, 1999; Coreet al., 2003 Dyl, 1988 Hambrick y Finkelstein, 1995 Yafeh y Yosha, 1996 Tosietal,2000 |
| Consejeros fijan la política retributiva | En el caso de que los consejeros fijen la política retributiva, se omitirán las tareas de supervisión y control de la remuneración al haberse delegado en ellos el establecimiento de la política a seguir y tienen una remuneración más alta que si la fijasen los | Arrondo, Fernández y Fernández, 2008 |

| | | |
|--|---|---|
| | accionistas. | |
| Importancia de la retribución variable a los consejeros ejecutivos | La mayor parte de la retribución de los consejeros debe tener un carácter variable. | Gayle, Li y Miller, 2018 |
| Capitalización Bursátil | A mayor capitalización bursátil, tienen mayor remuneración los consejeros. Pero hay estudios que declaran que es inexistente tal relación. | Murphy, 1985 Kaplan, 1994 Coreet et al., 1999 |
| Sectores de actividad | El sector que mayor remuneración otorga a sus consejeros es el sector financiero | Crespí-Cladera y Gispert, 2003 |
| Rentabilidad de la empresa | A mayor rentabilidad económica de la empresa, mayor remuneración a los consejeros. Pero hay estudios que declaran que es inexistente tal relación. | Duffhues y Kabir, 2007 Sánchez y Lucas, 2008 Jensen y Murphy, 1990 Attaway, 2000 |
| Consejeros ejecutivos mejor pagados | Los consejeros ejecutivos son los mejor pagados por encima de los consejeros dominicales e independientes. | Gayle, Li y Miller, 2018 |
| Independencia de la Comisión de Retribuciones | Cuanto mayor sea la independencia de la Comisión, más estará ligada la retribución de los consejeros ejecutivos al rendimiento empresarial. Pero hay estudios que declaran que es inexistente tal relación. | Conyon y Peck, 1998 Anderson y Bizjak, 2003 |

Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, se va a elaborar una tabla resumen (tabla 2) con las principales evoluciones de los Códigos de Buen Gobierno españoles en cuanto a la remuneración de los consejeros.

Tabla 2: Principales recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno publicados en España, en materia de remuneración

| | |
|-------------------------|--|
| Recomendación Olivencia | <ul style="list-style-type: none"> • El código recomienda la creación de la Comisión de Retribuciones, aunque será el propio consejo de administración quien determinará sus funciones y competencias. • El código incentiva la progresiva apertura de la información sobre la retribución para que haya un completo conocimiento. Se debe individualizar y detallar cada uno de los conceptos que constituyen el salario de un consejero. • El Código insiste en la moderación en la remuneración, es decir, que sea suficiente para el consejero pero que no comprometa su independencia. |
| Recomendación Aldama | <ul style="list-style-type: none"> • El Código establece que la Comisión de Retribuciones debe informar al Consejo de Administración de la retribución, la política general de retribuciones e incentivos de los consejeros • Se recomienda la entrega de acciones, referenciadas al valor de las acciones u opciones de acciones, pero únicamente para consejeros ejecutivos con el fin de resolver el problema de agencia. • Se pide que se desglose los conceptos a que corresponden: salario en metálico y en especie, opciones sobre acciones, bonus, fondos de |

| | |
|---------------------------------------|---|
| | <p>pensiones, provisiones por indemnizaciones y otras compensaciones que pudieran existir.</p> |
| <p>Recomendación Unificado Código</p> | <ul style="list-style-type: none"> • La plena transparencia para evitar remuneraciones excesivas. Este principio debe englobar todos los conceptos y componentes retributivos. • El Consejo debe aprobar una pormenorizada política de remuneraciones e incluir en la Memoria las remuneraciones individuales de los consejeros. • También, se recomienda establecer los criterios de evaluación sobre la remuneración variable, bonus, otros beneficios no satisfechos en metálico, la entrega de acciones u opciones sobre acciones. • Otra recomendación, es la estimación del importe absoluto en función de los parámetros previamente establecidos en relación con el grado de cumplimiento de los objetivos tomados como referencia. • Recomienda la exclusión de los consejeros externos del sistema de retribución variable que estuviese condicionado por los beneficios, cotización en un momento concreto u otros parámetros financieros de gestión con el fin de evitar conflictos de interés. • La retribución variable debe otorgarse en base al desempeño profesional y no en base a la evolución del mercado bursátil. • La Comisión de Retribuciones deberá proponer al Consejo de Administración la retribución individual de los consejeros ejecutivos y velar |

| | |
|--|---|
| | <p>porque se cumpla política retributiva de la sociedad.</p> |
| <p>Recomendación Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Se recomienda en las sociedades que estén en el IBEX-35 que separen las comisiones de nombramientos y retribuciones y estén formadas en su mayoría por consejeros independientes. • La remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos. • Reclama la correlación entre la remuneración y la situación económica de la sociedad, la importancia de la sociedad y el mercado; en caso de conflicto de interés presente en los que toman las decisiones, la creación de un sistema de determinación y aprobación distinto; asegurar la transparencia en la remuneración de los miembros del Consejo. • La remuneración estará compuesta por los siguientes componentes: fijos, variables, entrega de acciones u otros instrumentos financieros referenciados a su valor, y pagos por resolución contractual. • La retribución variable de los consejeros ejecutivos, aparte de basarse en su rendimiento también se ha de basar en factores financieros y no financieros que se puedan medir y busquen aumentar la rentabilidad y la sostenibilidad en el largo plazo. En concreto, la remuneración |

| | |
|--|---|
| | variable no debe fijarse en la evolución del mercado sino con el desempeño profesional. |
|--|---|

Fuente: elaboración propia.

III. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA: LA REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS

Para llevar a cabo el estudio empírico, se han seleccionado las empresas del índice bursátil español IBEX 35, y que pueden identificarse en la tabla 3, que se han mantenido en el índice desde 2005 tras la publicación del primer Código, en 1998 el informe Olivencia, hasta 2017 después de la publicación del último, en 2016 el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Con esto se pretende analizar la evolución histórica en el conjunto de empresas y si ha habido un antes y un después en materia de remuneración a consejeros en la muestra del estudio. Por ello, se han elegido a las empresas que se encontraban en el índice desde el 31 de diciembre del año 2003 hasta el último día hábil del año 2017. Se pretende homogeneizar la muestra y observar los mismos elementos en las empresas seleccionadas a lo largo del periodo de tiempo establecido, por ello, no se han cogido las treinta y cinco empresas que componen el IBEX 35 y se han excluido del análisis las que no formaban parte del índice continuamente en ese periodo.

En cuanto a la muestra del estudio muchas sociedades han experimentado transformaciones que dificultan a la hora de identificar el conjunto de sociedades pertenecientes al índice que son el objeto del estudio. Esto se debe no solo a cambios en los estatutos sociales de las sociedades cuyo cambio más destacable es el cambio de denominación social sino también de operaciones societarias como son las fusiones y adquisiciones.

Por ello, fruto de estos procesos se han excluido del análisis las siguientes empresas:

- Merlin Properties y Metrovacesa ya que en 2016 llegaron a un acuerdo para fusionarse creando una compañía única que resulta ser muy distinta de la anterior al pasar a ser la inmobiliaria líder española y en especial por transformarse en una SOCIMI cambiando su estructura de negocio.

- IAG e Iberia se han excluido del análisis por el mismo motivo anterior porque al fusionarse Iberia, Aer Lingus, British Airways y Vueling sufrieron una transformación radical.
- Las filiales de Telefónica (Telefónica Móvil Y TPI Páginas Amarillas) que cotizaban en bolsa por separado se han apartado del análisis al no haber un cambio relevante con respecto de la matriz en términos de gobierno corporativo. Por tanto, solo se analizará Telefónica.
- Arcelor Mittal se elimina del estudio al no estar publicado en la CNMV su informe de gobierno corporativo del año 2005. Esto imposibilita estudiar el impacto de los Códigos de Buen Gobierno en su política retributiva ni permite extraer conclusiones sobre las principales variables extraídas de la revisión de la literatura económica al no poder realizar una comparación temporal por no estar publicado dicho informe.

En cambio, sí que se ha cogido para la muestra Telecinco y Mediaset al ser meramente un cambio de nombre en la sociedad y se procederá a analizar su cambio en las políticas de remuneración a consejeros.

Tabla 3: Conjunto de empresas estudiadas

| Empresas del Ibex 35 a 30-dic-05 | Empresas del Ibex 35 a 29-dic-17 | Empresas del Ibex 35 en ambos periodos |
|---|---|---|
| Abertis | Abengoa | Acciona |
| Acciona | Acciona | Acerinox |
| Acerinox | Acerinox | ACS |
| ACS | ACS | Arcelor Mittal |
| Altadis | AENA | Banco Sabadell |
| Antena 3 Televis. | Amadeus | Bankinter |
| Arcelor Mittal | Arcelor Mittal | BBVA |

| | | |
|------------------------|-----------------------|------------------------------|
| | | |
| Banco Popular | Banco Sabadell | MAPFRE |
| Banco Sabadell | Banco Santander | Enagas |
| Bankinter | Bankia | Endesa |
| BBVA | Bankinter | Gas Natural |
| BSCH | BBVA | Grupo Ferrovial |
| Cintra | CAIXA Bank | Iberdrola |
| Corpor. MAPFRE | Cellnex Telecom | Inditex |
| Enagas | DIA | Indra |
| Endesa | Enagas | Mediaset |
| FCC | Endesa | Red Electricas España |
| Gamesa | Ferrovial | Repsol YPF |
| Gas Natural | Gas Natural | Telefónica |
| Gestevisión Telecinco | Grifols | |
| Grupo Ferrovial | IAG | |
| Iberdrola | Iberdrola | |

| | |
|------------------------------|------------------------------|
| | |
| Iberia | Inditex |
| Inditex | Indra |
| Indra | Inm. Colonial |
| Metrovacesa | MAPFRE |
| Prom. de Información | Mediaset |
| Red Electricas España | Melia Hoteles Internacional |
| Repsol YPF | Merlin Prop. |
| Sacyr Vallehermoso | Red Electricas España |
| Sogecable | Repsol |
| Telefónica | Siemens Gamesa |
| Telefónica Móv. | Técnicas Reunidas |
| TPI Páginas Amar. | Telefonica |
| Unión FENOSA | Viscofan |

Fuente: elaboración propia.

1.Método

En la fase de análisis se pretende responder a la cuestión de si las empresas elegidas en la muestra, es decir que formasen parte en los periodos comprendidos entre 2005 y 2017 del IBEX 35, cumplen con las recomendaciones previamente detalladas en el marco teórico que establecen los distintos códigos de buen gobierno y analizar la validez de las variables de la literatura económica escogidas, en materia de retribuciones, por ello, se realizarán dos fases:

- Primera, realizar un análisis de los datos recogidos de los informes de buen gobierno, en concreto, la sección dedicada a retribuciones de las empresas de la muestra acudiendo a la estadística descriptiva.
- Segunda, extraer y analizar las conclusiones de los datos de la primera fase a través de una metodología descriptiva.

Es necesario mencionar que solo se ha tenido en cuenta la sociedad principal en el estudio y no el grupo que forman las sociedades.

El análisis de datos se nutre de la información extraída para los años 2005 y 2017 de los informes anuales de gobierno corporativo y los informes sobre las remuneraciones de consejeros que se encuentra publicada en la web oficial de la CNMV se ha elaborado una base de datos en Excel para ver el grado de cumplimiento de las variables extraídas de la literatura económica y de los Códigos de Buen Gobierno publicados.

La información extraída es la siguiente: la remuneración de los consejeros desglosada por empresa y por tipo de consejero, número de consejeros, composición y retribución por pertenecer a la Comisión de Nombramiento y Retribuciones (separando la del presidente y la del resto de los miembros), salario por directivo, remuneración total a los consejeros, composición por tipo de consejeros del consejo de administración, la remuneración de los consejeros desglosada por concepto retributivo y la remuneración a los consejeros en función de la capitalización bursátil y del sector al que pertenecen.

Tras haber realizado esta base de datos, se han empleado distintas herramientas de la estadística descriptiva como son la media, la mediana, la desviación típica y la tasa de crecimiento, con el objetivo de buscar relaciones entre las variables descritas.

La media y la mediana son estadísticos utilizadas para poder encontrar una tendencia en los datos. La mediana se utiliza para eliminar los valores extremos que provocan distorsiones en la media. La desviación típica ayuda a valorar la representatividad de la media ya que calcula dispersión ante la media.

En cambio, la tasa de crecimiento permite ver la evolución de las variables en el periodo de análisis (2005-2017) y el grado de cumplimiento de las recomendaciones de los Códigos.

IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

1. Resultados extraídos del año 2005

A continuación, se va a proceder a un análisis de la remuneración de los consejeros de las empresas seleccionadas para la muestra en 2005.

En primer lugar, en cuanto a la distribución por sectores, el siguiente cuadro recoge la remuneración promedio por consejero de entre las empresas del Ibex 35 para ver si existe una gran diferencia entre los distintos sectores.

Tabla 4: Remuneración total por sectores en 2005

| Sector | Cantidad Promedio (miles de euros) |
|-----------------------------|------------------------------------|
| Comercio y servicios | 5292 |
| Construcción e inmobiliaria | 4954 |
| Energía | 3487 |
| Entidades financieras | 6123 |
| Industria | 4128 |

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

El sector bancario es con diferencia el que más paga a sus consejeros casi el doble que el peor pagado que es el energético (Crespí-Cladera y Gispert, 2003). Esto implica que en España hay una gran diferencia sectorial en cuanto a la cantidad media promediada. Las sociedades del sector terciario (comercio y servicios) son las segundas que mejor pagan con 5.292.000€ de media por consejero y en un escalón por debajo estarían las del sector secundario e industrial con 4.954.000€ y 4.128.000€, respectivamente.

Por otra parte, si se tiene en cuenta la capitalización bursátil son más evidentes las diferencias entre las empresas que conforman el Ibex 35. El siguiente cuadro recoge la remuneración promedia en función de la capitalización bursátil de la empresa en la que ejerce como consejero.

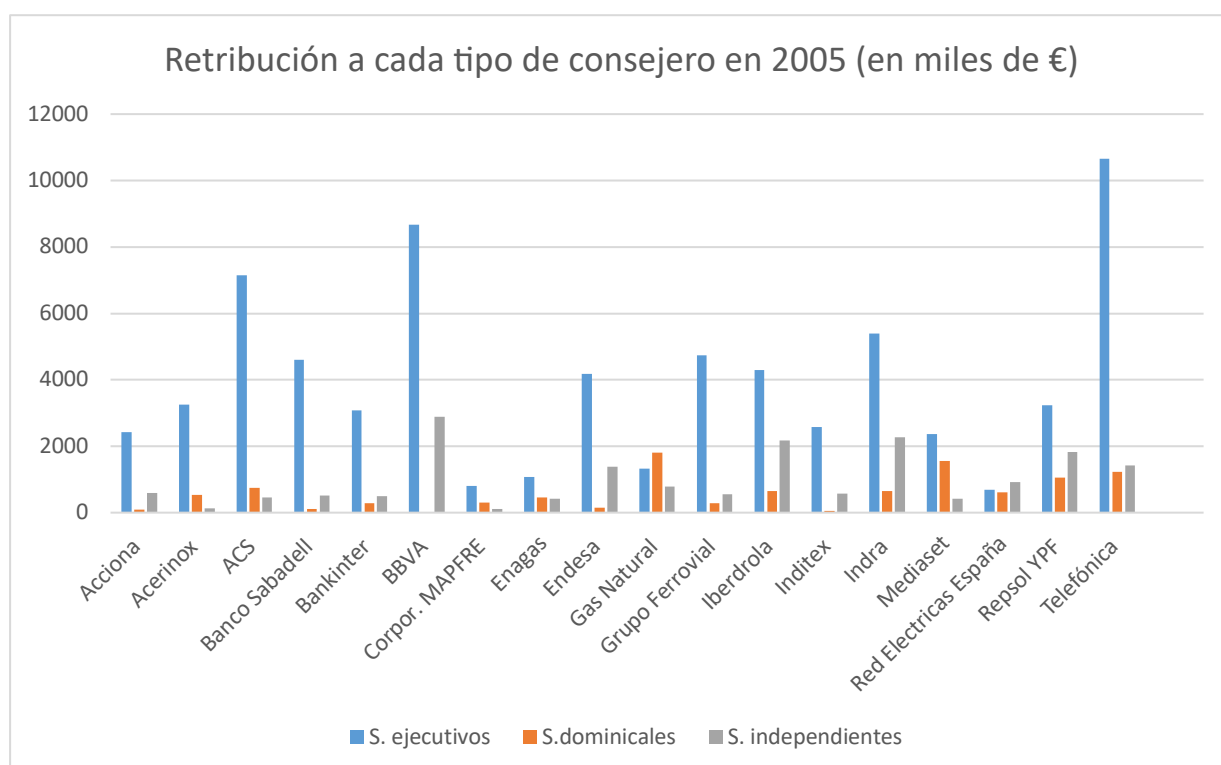
Tabla 5: Remuneración total por capitalización en 2005

| Capitalización Bursátil | Cantidad Promedio (miles de euros) |
|-------------------------|------------------------------------|
| Menor de 10.000 M | 4023 |
| De 10.000 a 50.000 M | 4115 |
| De 50.000 a 100.000 M | 5158 |
| Mayor de 100.000 M | 6982 |

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

Como se puede observar, existe una correlación positiva entre la capitalización bursátil y la retribución promedio de los consejeros. Cuanta mayor capitalización bursátil, mayor es la retribución a los consejeros, así las sociedades con mayor volumen de capitalización tienen una remuneración media a sus consejeros de 6.982.000€. Esto concuerda con los estudios que demuestran la correlación positiva entre capitalización bursátil y la cuantía de las retribuciones a los consejeros (Murphy,1985; Kaplan, 1994; Coreet al.,1999)

Gráfico 1: Retribución a cada tipo de consejero en 2005



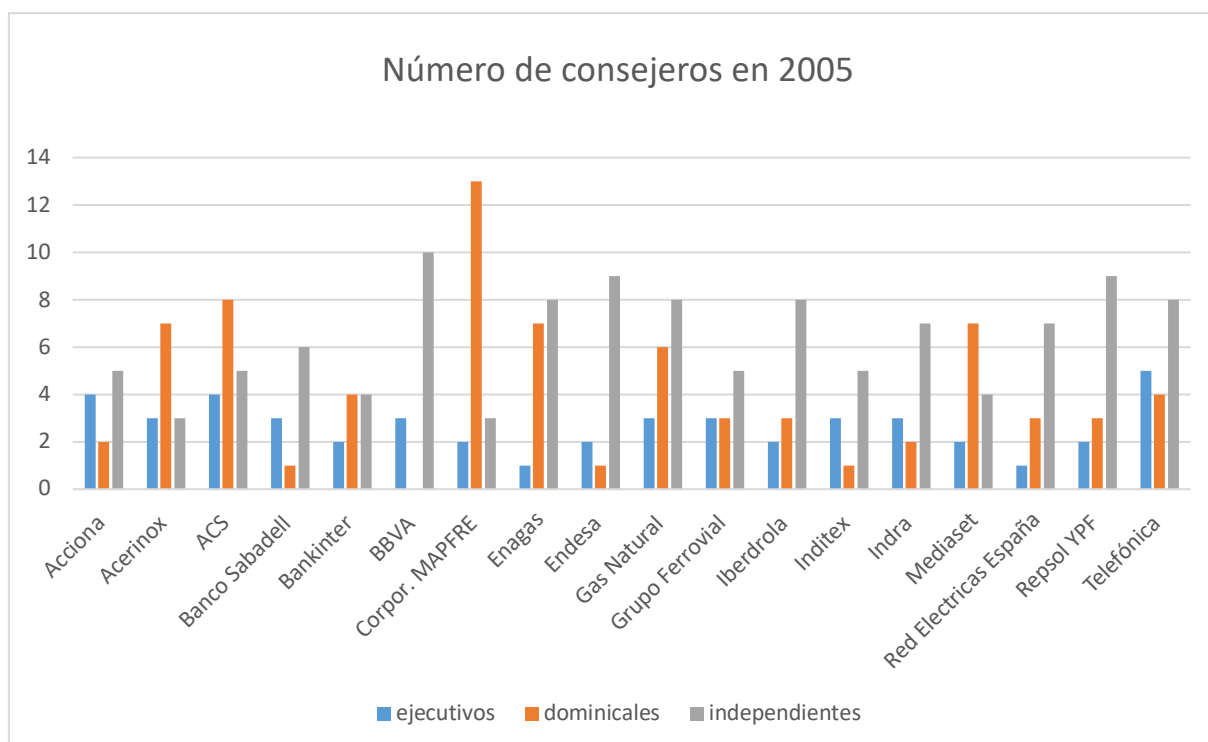
Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

Otro criterio diferenciador es el nivel de responsabilidad asociado al cargo. De acuerdo con el Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de las compañías del IBEX 35 de 2005, “las remuneraciones más elevadas corresponden a los presidentes ejecutivos del consejo (cuya retribución media es de 3,4 millones de euros cuando no existe consejero delegado, de 4,9 millones de euros en aquellas sociedades en las que existe el cargo de consejero delegado frente a unos 460 mil euros para los presidentes no ejecutivos); seguidos por los consejeros delegados (su retribución media es de 2,4 millones de euros); consejeros ejecutivos (con una retribución media de 4,1 millones de euros); y consejeros no ejecutivos (la retribución media se sitúa en torno a 839 mil euros).” Los consejeros no ejecutivos son los dominicales e independientes. La remuneración media de los consejeros independientes es de aproximadamente un millón de euros mientras que la de los dominicales gira en torno a 600.000€.

La remuneración de los consejeros externos cumple con el objetivo de ser suficiente para atraer y mantener el talento y desempeñen con la adecuada dedicación y responsabilidad las tareas de su cargo y a la vez no es tan elevada como para comprometer su independencia como muestra que la remuneración de los ejecutivos sea muy superior a la de los externos cumpliendo el consejo del Código Olivencia e Informe Aldama.

De esta forma, resulta interesante prestar atención a la composición de los consejos de administración y analizar el número de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes que lo forman. El gráfico 2 expone dicha composición entre las empresas de la muestra desglosando los distintos tipos de consejeros.

Gráfico 2: Número de consejeros en base a su tipología en 2005



Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

La media de consejeros ejecutivos es de 2,82 en los consejos de administración mientras que la moda son 3 consejeros ejecutivos demostrando que se mantiene bastante homogénea la composición de los consejeros en las sociedades al tener una desviación típica de 1 consejero. Por otro lado, en cuanto a los consejeros externos la media de dominicales es 4,41 y la de independientes es 6,71 mientras que sus modas son 3 y 5 respectivamente con una desviación típica muy superior (3,28 y 2,17) a los ejecutivos confirmando la dispersión en relación con la media de estas dos clases de consejeros.

En todas las empresas existe mayoría de consejeros no ejecutivos en los consejos de administración. La media de consejeros no ejecutivos es de un 79,7%. Además, guardan una relación de equilibrio entre dominicales e independientes ya que superan los independientes un 48,1% a los dominicales 31,6% superando así la recomendación estipulado en los códigos de que haya mayoría de independientes en los consejos.

Sin embargo, en MAPFRE y en Acerinox no se cumple la condición de que haya una presencia superior a un 1/3 de consejeros independientes entre los miembros del Consejo.

Con esta información, se puede calcular ya la remuneración por tipo de consejero que sería la siguiente:

- Consejero ejecutivo una retribución media de 1.388.750€.
- Consejero externo dominical una retribución media de 143.563€
- Consejero externo independiente una retribución media de 162.660€

Los consejeros externos tienen la retribución más elevada por el diseño de la política retributiva ya que son los principales beneficiarios de la remuneración variable y entrega de acciones y opciones (Gayle, Li y Miller, 2018).

Pero, es práctica generalizada no desglosar individualmente la remuneración de cada consejero (exclusivamente lo hace un 27,5% de las empresas de la muestra), pero sí que desglosan por tipo de consejero influenciados por las prácticas de buen gobierno estipuladas en el Código de Olivencia e Informe Aldama por lo que nos ha permitido llegar a esa cifra. En esos momentos, la moderación era clave y la transparencia no tenía la importancia que actualmente tiene de ahí las limitaciones en lo que a información se refiere.

La remuneración aparece desglosada de la siguiente forma en los informes de gobierno corporativo de las empresas.

Tabla 6: Remuneración desglosada por concepto retributivo en 2005

| EMPRESA | miles de euros |
|---|-----------------------|
| Concepto retributivo | |
| Retribución fija | 0 |
| Retribución variable | 0 |
| Dietas | 0 |
| Atenciones estatutarias | 0 |
| Opciones sobre acciones y/o instrumentos financieros | 0 |
| Otros | 0 |
| | |
| Otros beneficios | |
| Anticipos | 0 |
| Créditos concedidos | 0 |
| Fondos y planes de pensiones: Aportaciones | 0 |
| Fondos y planes de pensiones: obligaciones contraídas | 0 |
| Primas de seguros de vida | 0 |
| Garantías constituidas a favor de los consejeros | 0 |
| Total | 0 |

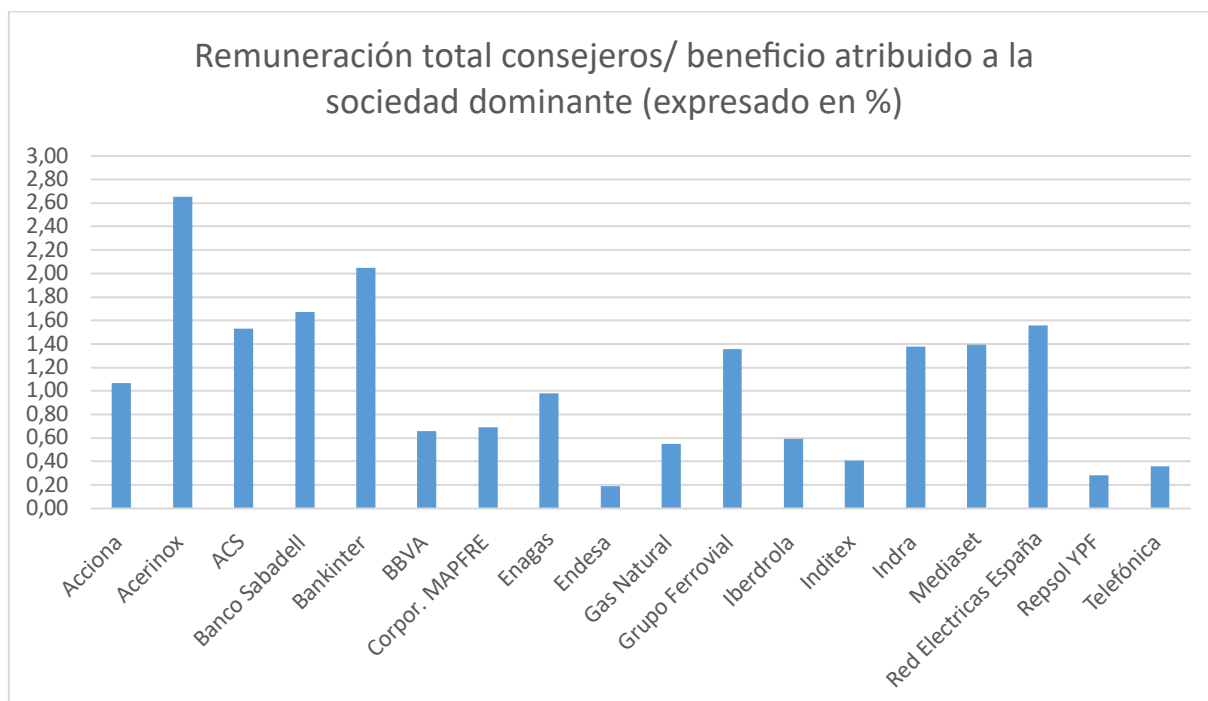
Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

Más de la mitad de la muestra, establece la retribución variable en función de la evolución de la empresa y no del grado de cumplimiento de trabajo de los consejeros, aunque sí que cumplen todas las empresas la recomendación de que la retribución variable únicamente afecte a los consejeros ejecutivos.

En cambio, las reglas de gobierno corporativo afirman que la retribución total sí que debe relacionarse con el rendimiento de la sociedad. El gráfico 3 ilustra la remuneración total de los consejeros entre el beneficio atribuido a la sociedad dominante (expresado en %).

Como se observa, impera la moderación que es un principio que impregna el Código Olivencia e Informe Aldama, si se compara con el resto de las sociedades cotizadas que su media es el 3,7% de los resultados de las sociedades cotizadas, según el Informe Anual de Gobierno Corporativo 2005. La media de las empresas estudiadas está muy por debajo de ese dato y se sitúa en el 1,07% de los resultados de la sociedad demostrando el influyente papel que juega la moderación aunque a priori la cifra anteriormente calculada de la retribución por tipo de consejero pareciese muy elevada.

Gráfico 3: Relación entre la remuneración total consejeros y el beneficio atribuido a la sociedad dominante en 2005

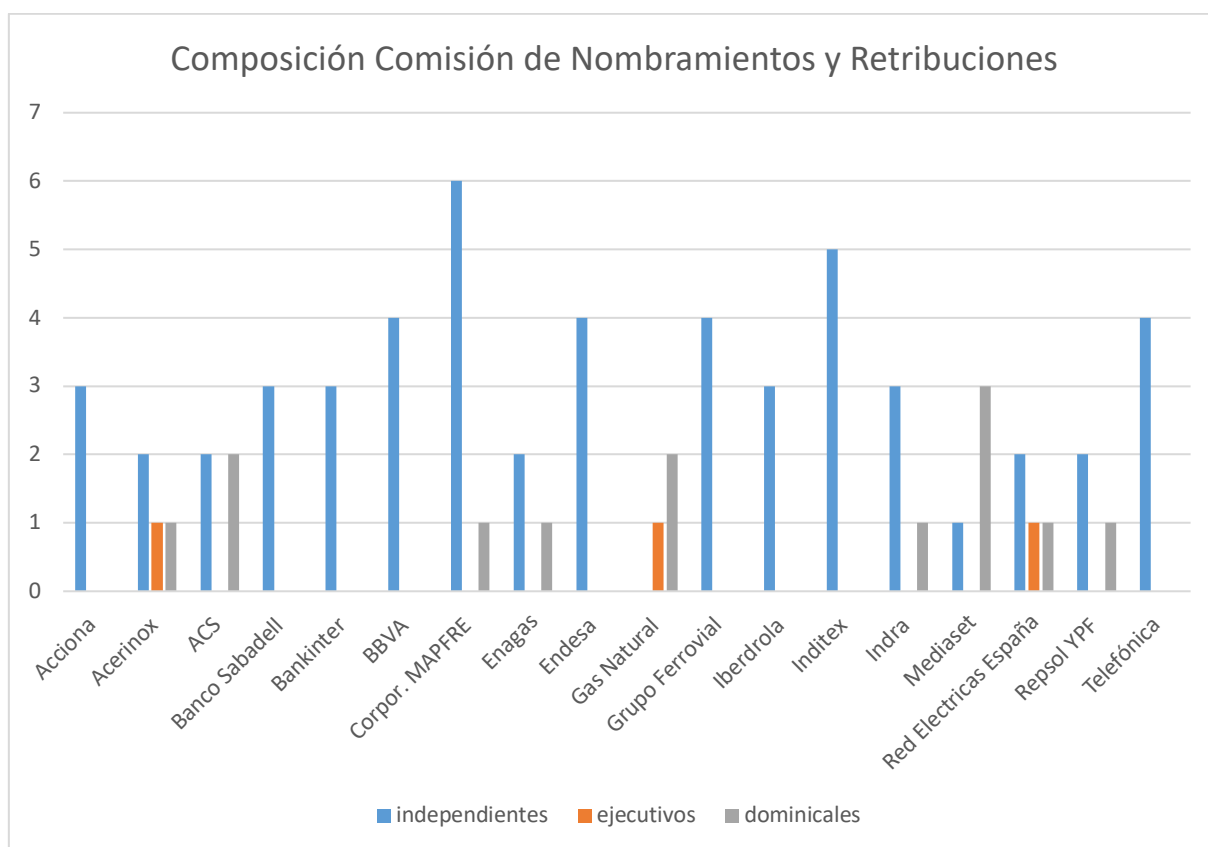


Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

De nuevo la moderación está presente en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones ya que la propuesta elaborada de esta comisión según el Código Olivencia e Informe Aldama debe ajustarse a “criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada”. Otra función, esta vez recomendada por el Código Unificado, de esta comisión debe ser “preparar un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros que el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo”. El total de las empresas analizadas elaboran la Comisión de Nombramientos y Retribuciones dicho informe que es sometido a votación por la Junta General de Accionistas.

Por último, la Comisión está compuesta por mayoría de consejeros externos, recomendación que posteriormente el Código Unificado introducirá, hecho que el gráfico 4, corrobora al haber una gran mayoría de consejeros independientes en la comisión (77%) frente a ejecutivos que únicamente había 3 (4%).

Gráfico 4: Composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en 2005



Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2005 de las compañías del IBEX 35.

Finalmente, la totalidad de empresas sigue la guía del Código Olivencia e Informe Aldama de que se incluya en el informe anual “la remuneración y el coste total de la alta dirección, junto con el número e identificación de los cargos que la componen, se incluya conjuntamente en el informe anual.” A continuación, se adjunta una prueba del modelo que utilizan todas las empresas para seguir esta recomendación.

Ilustración 1: Miembros de la alta dirección que no son consejeros ejecutivos y su remuneración de Telefónica S.A. en 2005

B.1.9. Identifique a los miembros de la alta dirección que no sean a su vez consejeros ejecutivos, e indique la remuneración total devengada a su favor durante el ejercicio:

| Nombre o denominación social | Cargo |
|--|--|
| DON LUIS ABRIL PÉREZ | D.G. DE COMUNICACIÓN CORPORATIVA |
| DON JOSÉ MARÍA ALVAREZ -PALLETE LÓPEZ | PRESIDENTE EJECUTIVO DE TELEFONICA INTERNACIONAL, S.A.U. |
| DON SANTIAGO FERNÁNDEZ VALBUENA | D.G. DE FINANZAS Y RECURSOS COMPARTIDOS |
| DON GUILLERMO FERNANDEZ VIDAL | D.G. |
| DON JAVIER NADAL ARIÑO | D.G. DE RELACIONES INSTITUCIONALES Y FUNDACION |
| DON CALIXTO RIOS PÉREZ | D.G. DE AUDITORIA |
| DON JUAN CARLOS ROS BRUGUERAS | D. G. DE SERVICIOS JURIDICOS |
| DON RAMIRO SANCHEZ DE LERIN GARCIA-OVIES | SECRETARIO GENERAL Y DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE TELEFONICA |

| | |
|--|-------|
| Remuneración total alta dirección (en miles de euros) | 7.715 |
|--|-------|

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de 2005 de Telefónica S.A.

2. Resultados extraídos del año 2017

En esta parte del trabajo, se va a proceder a un análisis de la remuneración de los consejeros de las empresas seleccionadas para la muestra en 2017 y para ello se han utilizado los informes que publican en la CNMV de gobierno corporativo y, en especial, el Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de las compañías del IBEX 35 en el año 2017.

En primer lugar, en cuanto a la distribución por sectores, el siguiente cuadro recoge la remuneración promedio por consejero de entre las empresas del Ibex 35 para ver si sigue existiendo una gran diferencia entre los distintos sectores como había en 2005.

Tabla 7: Remuneración total por sectores en 2017

| Sector | Cantidad Promedio |
|-----------------------------|-------------------|
| Comercio y servicios | 9056 |
| Construcción e inmobiliaria | 13448 |
| Energía | 8243 |
| Entidades financieras | 10772 |
| Industria | 10636 |

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

En 2017 el sector de la construcción es con diferencia el que más paga a sus consejeros, pero el peor pagado continúa siendo el energético. Esto cambia la dinámica de que el sector financiero sea el mejor pagado, aunque continúa en segundo lugar con una cantidad promedio de 10.772.000€. Las sociedades del sector terciario (comercio y servicios) se encuentran en penúltimo lugar pagando unos 9.056.000€ de media por consejero. Destaca el tremendo incremento de todos los sectores un 117,4% desde 2005 siendo el sector secundario una de las principales causas de este aumento al subir porcentualmente un 171,5%.

En el año 2005 había una correlación positiva entre mayor capitalización bursátil y mayor remuneración de los consejeros. En el 2017 esta correlación positiva desaparece, este hecho viene motivado por la retribución de los consejeros de Acciona que es la empresa con menor capitalización bursátil de las analizadas pero la que más paga a sus consejeros, 21.153.000€. Sin embargo, si eliminásemos Acciona del estudio no seguiría habiendo tal correlación positiva (Duffhues y Kabir, 2007). Este incremento salarial se debe según el Informe de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas en el ejercicio 2017 al vencimiento de planes de incentivos plurianuales (CNMV, 2017).

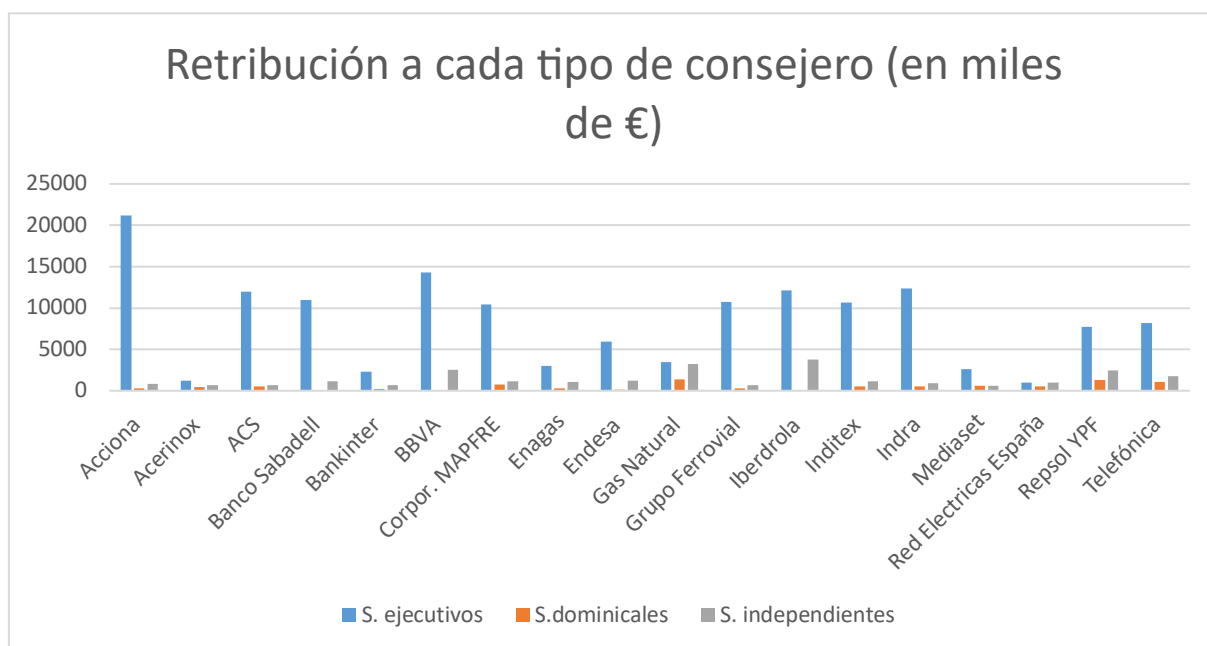
Tabla 8: Remuneración total por capitalización en 2017

| Capitalización Bursátil | Cantidad Promedio |
|-------------------------|-------------------|
| Menor de 10.000 M | 1141 |
| De 10.000 a 50.000 M | 7503 |
| De 50.000 a 100.000 M | 1233 |
| Mayor de 100.000 M | 1174 |

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

En este punto resulta interesante estudiar si la gran subida en términos de remuneración ha sido en todos los tipos de consejeros o si por el contrario solo ha crecido una tipología. El gráfico 5 da respuesta a la problemática planteada.

Gráfico 5: : Retribuciones por tipo de consejero en 2017



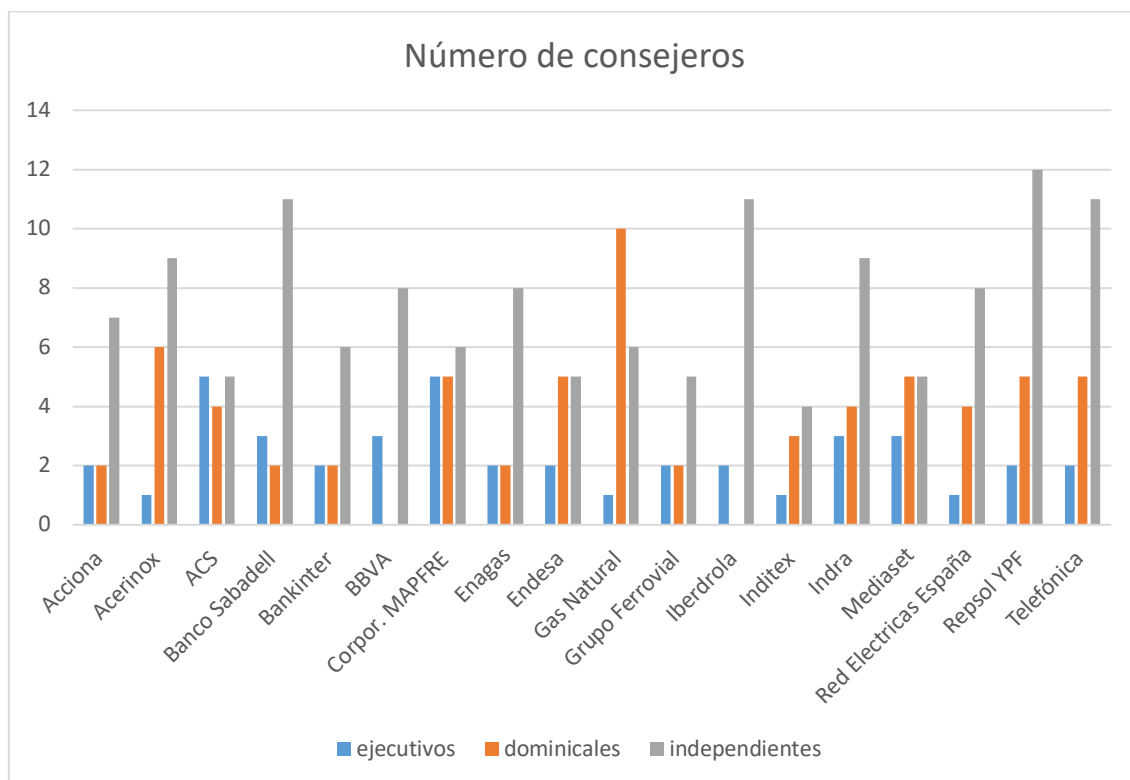
Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

En 2005 del total de la retribución al consejo de administración que la media era 5.501.9980€; un 71,18% iba para los consejeros ejecutivos, un 10,70% a los dominicales y un 18,12% para los independientes. En 2017 la retribución media de los consejos de administración era 10.249.333€; un 81,37% pertenecía a los consejeros ejecutivos, un 4,82% a los dominicales y un 13,81% a los independientes. Los consejeros ejecutivos son los que mayor retribución obtienen principalmente porque son los que deben disfrutar de retribuciones variables debido a la recomendación del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas en consonancia con los resultados positivos ofrecidos por las sociedades cotizadas (Gayle, Li y Miller, 2018).

Por tanto, resulta interesante prestar atención a la composición de los consejos de administración y ver el número de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes

que lo forman para poder calcular la retribución media por consejero. El gráfico 6 ilustra la composición de los consejos de administración de las empresas de la muestra desglosando los distintos tipos de consejeros.

Gráfico 6: Número de consejeros en 2017



Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

La media de consejeros ejecutivos es de 2,33 en los consejos de administración mientras que la moda son 2 consejeros ejecutivos demostrando que se mantiene bastante homogénea la composición de los consejeros en las sociedades al tener una desviación típica de 1,18 consejeros. Por otro lado, en cuanto a los consejeros externos la media de dominicales es 3,66 y la de independientes es 7,55 con una desviación típica muy superior (2,38 y 2,5) a los ejecutivos confirmando la dispersión en relación con la media de estas dos clases de consejeros.

En consonancia con la recomendación del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas y los anteriormente publicados, se está produciendo un incremento de consejeros independientes y el consiguiente incremento de consejeros no externos. Así, un 72,95% de los consejeros son externos (55,75% independientes) frente a un 27,05% que son ejecutivos. Esto supone una disminución comparado con 2005 pero

las prácticas de gobierno corporativo recomiendan el incremento de consejeros independientes que ha incrementado más de un 7% y se sigue manteniendo proporcionalmente por encima de los dominicales.

Gracias a estos datos, se puede calcular ya la remuneración por tipo de consejero que es la siguiente:

- Consejero ejecutivo una retribución media de 3.574.309€.
- Consejero externo dominical una retribución media de 134.621€
- Consejero externo independiente una retribución media de 187.367€

El salario de los consejeros externos sigue la guía de que no puede ser tan elevado que comprometa su independencia, pero debe ser suficiente para atraer y retener a los mejores profesionales. Esto se demuestra ya que el salario de los consejeros externos ha aumentado en torno a un 9% frente al de los ejecutivos que ha crecido un 157,38% en el periodo de 2005 a 2017.

Al contrario de lo que ocurría en 2005, ahora la totalidad de empresas desde que en 2011 se les obligase a publicar en la CNMV un Informe de Remuneraciones de Consejeros adjuntan desglosadas las remuneraciones de cada consejero y explican en mayor medida la política de remuneraciones de la sociedad. En concreto, entre otras, están obligadas a indicar en dicho informe “el importe y la naturaleza de los componentes fijos, con desglose, en su caso, de las retribuciones por el desempeño de funciones de la alta dirección de los consejeros ejecutivos, de la remuneración adicional como presidente o miembro de alguna comisión del consejo, de las dietas por participación en el consejo y sus comisiones u otras retribuciones fijas como consejero, así como una estimación de la retribución fija anual a la que den origen. Identifique otros beneficios que no sean satisfechos en efectivo y los parámetros fundamentales por los que se otorgan” y explicar “el importe, la naturaleza y las principales características de los componentes variables de los sistemas retributivos.”

El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas recalca la importancia de la transparencia. Este desglose del salario individualizado y la explicación de la política de remuneraciones ahonda en este principio propugnado por el código. En la siguiente ilustración se muestra el ejemplo de Acciona para ver como todas las empresas estudiadas desglosan el salario de cada consejero de forma resumida.

Ilustración 2: : Resumen de las retribuciones a los consejeros de Acciona S.A. en 2017

c) Resumen de las retribuciones (en miles de €):

Se deberán incluir en el resumen los importes correspondientes a todos los conceptos retributivos incluidos en el presente informe que hayan sido devengados por el consejero, en miles de euros.

En el caso de los Sistemas de Ahorro a largo plazo, se incluirán las aportaciones o dotaciones realizadas a este tipo de sistemas:

| Nombre | Retribución devengada en la Sociedad | | | | Retribución devengada en sociedades del grupo | | | | Totales | | |
|------------------------------------|--------------------------------------|--|---|--|---|---|---|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--|
| | Total Retribución metálico | Importe de las acciones otorgadas | Beneficio bruto de las opciones ejercitadas | Total ejercicio 2017 sociedad | Total Retribución metálico | Importe de las acciones entregadas | Beneficio bruto de las opciones ejercitadas | Total ejercicio 2017 grupo | Total ejercicio 2017 | Total ejercicio 2016 | Aportación al sistemas de ahorro durante el ejercicio |
| JOSÉ MANUEL ENTRECANALES DOMEQ | 5.412 | 4.548 | 448 | 10.408 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10.408 | 2.497 | 3.850 |
| JUAN IGNACIO ENTRECANALES FRANCO | 2.891 | 2.729 | 0 | 5.620 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5.620 | 782 | 1.275 |
| JUAN CARLOS GARAY IBARGARAY | 204 | 0 | 0 | 204 | 0 | 0 | 0 | 0 | 204 | 204 | 0 |
| JAIME CASTELLANOS BORREGO | 204 | 0 | 0 | 204 | 0 | 0 | 0 | 0 | 204 | 204 | 0 |
| JAVIER ENTRECANALES FRANCO | 149 | 0 | 0 | 149 | 0 | 0 | 0 | 0 | 149 | 149 | 0 |
| DANIEL ENTRECANALES DOMEQ | 150 | 0 | 0 | 150 | 0 | 0 | 0 | 0 | 150 | 150 | 0 |
| ANA INÉS SAINZ DE VICUÑA BEMBERG | 113 | 0 | 0 | 113 | 0 | 0 | 0 | 0 | 113 | 113 | 0 |
| BELÉN VILLALONGA MORENÉS | 68 | 0 | 0 | 68 | 0 | 0 | 0 | 0 | 68 | 68 | 0 |
| KAREN CHRISTIANA FIGUERES OLSEN | 42 | 0 | 0 | 42 | 0 | 0 | 0 | 0 | 42 | 0 | 0 |
| FERNANDO RODÉS VILA | 140 | 0 | 0 | 140 | 0 | 0 | 0 | 0 | 140 | 140 | 0 |
| JERÓNIMO MARCOS GERARID RIVERO | 68 | 0 | 0 | 68 | 0 | 0 | 0 | 0 | 68 | 68 | 0 |
| MARÍA DEL CARMEN BECERRIL MARTÍNEZ | 103 | 0 | 0 | 103 | 0 | 0 | 0 | 0 | 103 | 254 | 0 |
| TOTAL | 9.544 | 7.277 | 448 | 17.269 | 0 | 0 | 0 | 0 | 17.269 | 4.629 | 5.125 |

Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de 2017 de Acciona S.A.

Por otro lado, la remuneración está desglosada en las siguientes categorías lo que permitirá ver si se cumplen los consejos del código unificado de buen gobierno de las sociedades.

Tabla 9: Remuneración total desglosada a los consejeros de Acciona S.A. en 2017

| ACCIONA | miles de euros |
|--|-----------------------|
| Retribución en metálico | |
| Sueldos | 1500 |
| Retribución fija | 722 |
| Dietas | 0 |
| Retribución variable a CP | 1016 |
| Retribución variable a LP | 5603 |
| Retribución por pertenencia a comisiones del Consejo | 552 |
| Indemnizaciones | 0 |
| Importe de las acciones otorgadas | 7277 |
| Beneficio bruto de las opciones ejercitadas | 448 |
| Otros | 48 |
| | miles de euros |
| Sistemas de ahorro a LP | 5125 |
| Total | 17166 |

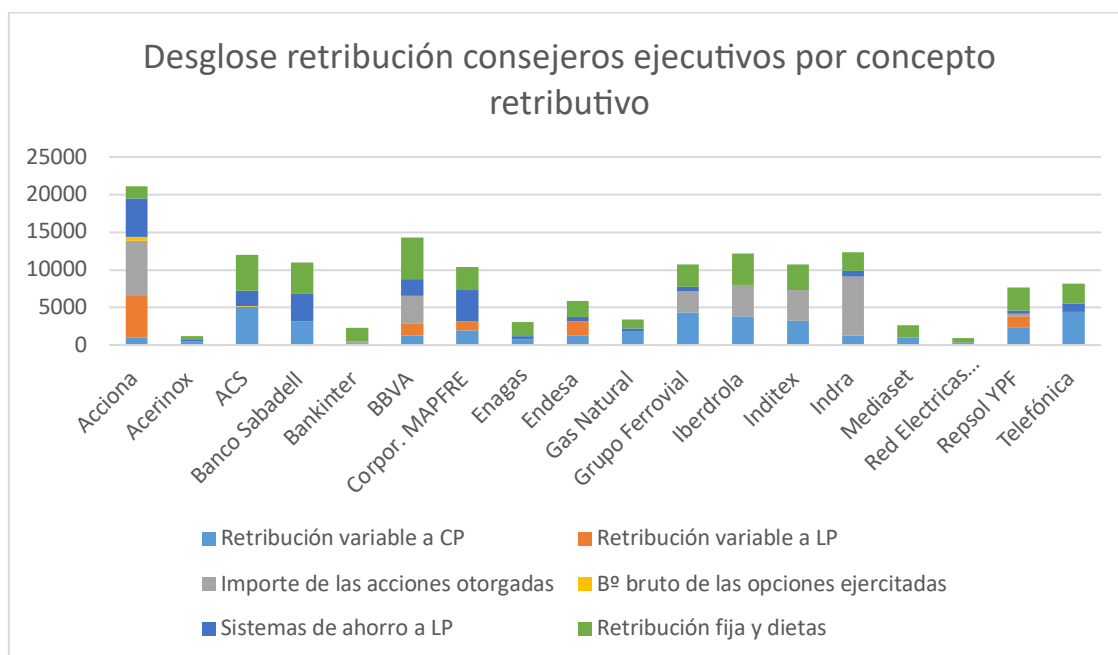
Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de 2017 de Acciona S.A.

En primer lugar, es necesario puntualizar que únicamente los consejeros ejecutivos reciben un sueldo ya que el resto de consejeros (independientes y dominicales) no reciben dicho concepto retributivo al ser consejeros externos.

Siguiendo la tendencia de anteriores códigos, el código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas aconseja que los consejeros externos no tengan en su retribución una parte variable a los resultados de la sociedad y entrega de acciones y opciones. Esto se debe a lo expuesto en el marco teórico del conflicto de interés que describe la teoría de la agencia por el que se anteponen los intereses del agente a los del principal y el beneficio económico de la sociedad es perjudicado. La única empresa que no cumple con esta recomendación es el BBVA que entregó a dos consejeros independientes acciones. José Luis Palao García-Suelto y James Andrew Stott recibieron un importe de 432.000€ y 75.000€, respectivamente, en concepto de acciones. El problema de haberles entregado esta modalidad de retribución radica en que van a estar condicionados y su independencia no va a ser total. Esto viene provocado por el hecho de que su salario está condicionado a la cotización de la acción y, de acuerdo con la teoría de la agencia, podrán optar por tomar decisiones a corto plazo que incrementen los beneficios, pero sacrifiquen la viabilidad y sostenibilidad en el largo plazo.

En cambio, este mismo código aconseja la entrega de un elevado porcentaje de “remuneración variable ligada a los resultados de la sociedad y la entrega de acciones, opciones y sistemas de ahorro.” Con el objetivo de ver si siguen esta recomendación se ha elaborado el gráfico 7.

Gráfico 7: Desglose de la retribución a los consejeros ejecutivos por concepto retributivo en 2017



Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

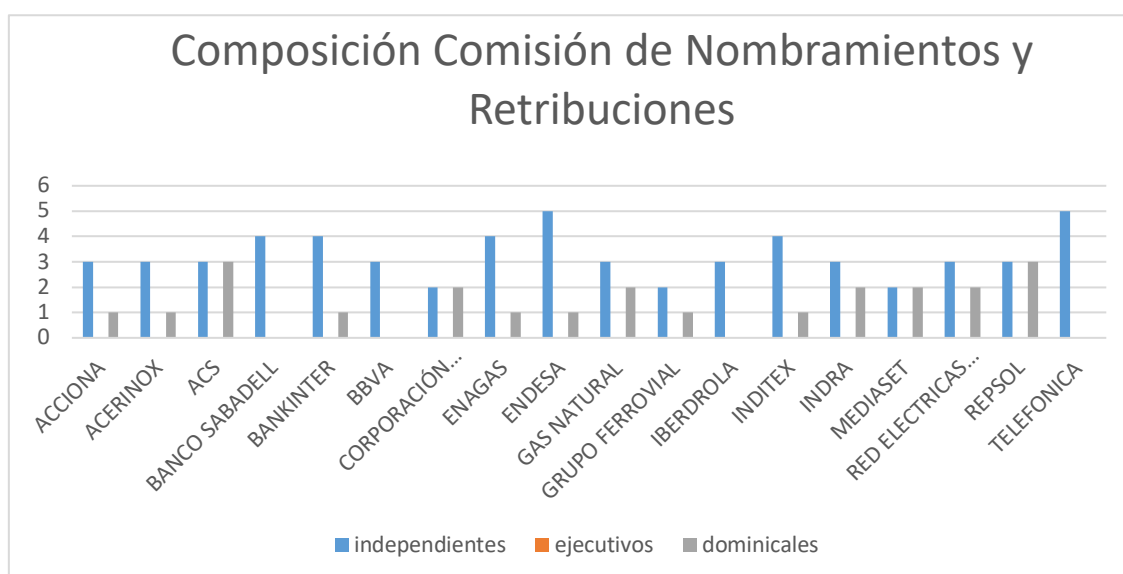
Como se observa la totalidad de las sociedades tienen una retribución variable a corto plazo y tan solo 5 sociedades tienen una retribución variable a largo plazo. Las empresas deberían todas tener una parte variable sujeta al largo plazo para aumentar la rentabilidad y sostenibilidad en el largo plazo y no debe fijarse este concepto retributivo en la evolución del mercado sino en el grado de cumplimiento de objetivos financieros y no financieros que sean medibles y predeterminados relacionados con el desempeño profesional (Hart, 1995).

Sin embargo, como detecta el Informe de remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas en el ejercicio 2017 de la CNMV, las explicaciones no son lo claras que debieran de ser. El grado de cumplimiento de los parámetros y los criterios que se necesitan para obtener la remuneración variable no están claramente explicados provocando que no sea del todo medible el desempeño real de los consejeros. Tampoco, presentan un análisis de diferentes escenarios en función del grado de cumplimiento y, su consiguiente cantidad a otorgar.

Por otro lado, la recomendación del Código de que la retribución variable tenga un gran peso sobre la totalidad del salario es de sobra cumplida ya que de media el 68,20% del salario del consejero ejecutivo es variable.

Finalmente, la comisión de nombramientos y retribuciones desde la publicación de la Ley de Sociedades de Capital de 2015 tiene que estar compuesta por consejeros externos (su presidente y dos miembros contando con su presidente deben ser independientes). El gráfico 8 desglosa la composición de la comisión y demuestra que no hay ningún ejecutivo cumpliendo la exigencia legal. En todas las empresas, el presidente de la comisión era un consejero independiente. En cambio, únicamente un tercio de las empresas estudiadas siguiendo lo establecido en el código han separado la comisión de nombramientos y retribuciones en dos distintas.

Gráfico 8: Composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en 2017



Fuente: elaboración propia a través de los datos del Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros del 2017 de las compañías del IBEX 35.

V. CONCLUSIONES

Los resultados de la estadística descriptiva realizada permiten concluir las variables con mayor peso en la remuneración de los consejeros.

Claramente, la variable con mayor peso en la retribución de los consejeros es la tipología a la que pertenecen. Los consejeros ejecutivos a lo largo del periodo analizado siempre han sido los mejor pagados debido al gran peso que tiene en su salario el concepto variable, hecho que en el salario de los otros consejeros no se aprecia (Gayle, Li y Miller, 2018). El salario variable debe expresarse en una medida cuantificable y directamente observable por los consejeros para que sea eficaz.

Inicialmente, la capitalización bursátil y los sectores eran clasificaciones concluyentes para establecer la retribución de los consejeros, pero han ido evolucionando y ya no son determinantes a la hora de establecer la remuneración de los consejeros no siguiendo una clara tendencia.

Por otro lado, la rentabilidad de la empresa no ha arrojado luz en el estudio ya que no se ha podido apreciar una correlación positiva entre una mayor rentabilidad económica y una mayor remuneración a los consejeros (Duffhues y Kabir, 2007).

De igual forma, no se ha podido concluir a raíz de los datos analizados por las empresas que tipo de teoría es la que utilizan para remunerar a sus consejeros, si escogen una teoría de la agencia o de *stewardship* ya que todavía siguen mostrándose reticentes a la informar plena y transparentemente de la política retributiva y en ningún caso explican el motivo que origina dicha remuneración. En esta línea es donde deben profundizar más explicando los conceptos retributivos y como se alcanzan y la elección de estos conceptos en vez de otros.

Por otro lado, las sociedades analizadas han ido evolucionando desde una moderación en la retribución a una transparencia informativa que justifique una retribución que algunos casos puede ser elevada.

Las empresas deben buscar esa transparencia para fomentar la confianza de los accionistas que delegan en el Consejo de Administración la gestión y administración de la sociedad en aras de alcanzar la mayor rentabilidad posible.

El marco que regula el gobierno corporativo, en concreto, la remuneración de los consejeros ha ido evolucionando y actualmente coexisten dos niveles.

El primer nivel serían las normas de obligado cumplimiento, *hard law*, entre las que destacan la Ley de Sociedades de Capital y la Ley del Mercado de Valores, aplicables en la materia. El segundo nivel estaría compuesto por las

recomendaciones, *soft law*, recogidas en los distintos Códigos de Buen Gobierno que gracias al principio de “cumplir o explicar” están logrando implantarse, aunque quede un camino largo para su total integración.

El modelo británico pionero en materia de gobierno corporativo desde la publicación del informe de Cadbury de 1992, sigue un paso por delante en materia de retribuciones ya que, por ejemplo, obliga a las empresas a publicar un ratio que compare la remuneración del consejero ejecutivo con la de un empleado corriente. Por ello, la Directiva de la Unión Europea 2017/828, obligatoria desde el 2019, supondrá un avance en la transparencia de las remuneraciones de los consejeros cuyo objetivo final es conseguir la plena transparencia.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Abeysekera, I. (2012) 'Role of remuneration committee in narrative human capital disclosure', *Accounting & Finance*, 52, pp. 1–23.

Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, LV: 81–106.

Argandoña, Antonio. (2009) . «¿Puede la Responsabilidad Social Corporativa ayudar a entender la crisis financiera?», Documento de Investigación DI-790, Cátedra «La Caixa» de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE Business School - Universidad de Navarra, marzo.

Arrondo García, R. y Fernández Méndez, C. (2014) 'Un análisis internacional de la política retributiva del CEO', *Universia Business Review*, (43), pp. 36–57.

Ayadi, N. and Boujèlbène, Y. (2012) 'Compensation of the Ceo, Board of Directors and Bank Risk Taking', *Journal of Advanced Research in Management (De Gruyter Open)*, 3(1), pp. 4–16.

Bart, C., Chan, Y. L. and Kanagaretmak, K. (2011) 'What Questions Do Board Members in Public Service Organizations Ask about Executive Compensation?', *Accounting Perspectives*, 10(2), pp. 83–108.

Ben Ali, C. and Teulon, F. (2017) 'CEO Monitoring and Board Effectiveness: Resolving the CEO Compensation Issue', *Management International / International Management / Gestión Internacional*, 21(2), pp. 123–134.

BOSSE, D. A., and PHILLIPS, R. A. (2016). Agency Theory and Bounded Self-Interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276–297.

Buse, K., Bernstein, R., & Bilimoria, D. (2016). The Influence of Board Diversity, Board Diversity Policies and Practices, and Board Inclusion Behaviors on Nonprofit Governance Practices. *Journal of Business Ethics*. Vol. 133, pp. 179–191.

Canals, J. (2017) Pautas de buen gobierno en los consejos de administración, UCJC Business and Society Review (formerly known as Universia Business Review), 1(1).

Carter, Colin B and Lorsch, Jay W. (2005) Volver al principio definición del gobierno corporativo. LID Editorial Empresarial.

Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. (1998). Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (Comisión Olivencia).

Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las Sociedades Cotizadas. (2003). Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas (Comisión Aldama).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (1998). Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2005). Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2006). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2013). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2013). Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2016). Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2017). Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35.

Canyon, M. J. and Peck, S. I. (1998) 'Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation', *Academy of Management Journal*, 41(2), pp. 146–157.

Core, J. E., Guay, W. R. & Larcker, D. F. (2003) "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 9, p. 27-50.

Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999) "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 371-406.

Crespí CR, Gispert C. (2003). Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies. *LABOUR: Review of Labour Economics & Industrial Relations*;17(1):103-126.

Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation. *Academy of Management Annals*, 1: 1–64.

Delloite (13 de febrero, 2019). ¿Qué es el gobierno corporativo? Transparencia y confianza. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Dobson, J. (1992). Agency costs in U.S. manufacturing: An empirical measure using x-efficiency. *Journal of Economics and Finance*, 16(1): 1–10.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1989). CEO governance and shareholder returns; Agency theory or stewardship theory. Paper presented at the annual meeting of the Academy of Management, Washington, DC.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*. 16: 49-64.

Doucouliafos, C. (1994). A note on the evolution of homo economicus. *Journal of Economics issues*, 3: 877-883.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14: 57–74.

Europa Press (25 de noviembre, 2018). La salida a Bolsa de Bankia, el juicio a la banca más importante de la Democracia, llega por fin a la Audiencia Nacional. Europa Press. Recuperado de <https://www.europapress.es/nacional/noticia-salida-bolsa-bankia-juicio-banca-mas-importante-democracia-llega-fin-audiencia-nacional-20181125110037.html>.

Fabregat, J. (30 de diciembre de 2018). ¿Es razonable la pensión estratosférica con la que Francisco González se despide del BBVA? El diario. Recuperado de: https://www.eldiario.es/alternativaseconomicas/razonable-pension-millones-Francisco-Gonzalez_6_851174877.html

Garrigues. (2015). La CNMV presenta el nuevo Código de Buen Gobierno para las Sociedades Cotizadas. Recuperado de https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-cnmv-presenta-el-nuevo-codigo-de-buen-gobierno-de-las-sociedades-cotizadas.

Gayle, G.-L.; LI, C.; Miller, R. A. (2018). How Well Does Agency Theory Explain Executive Compensation? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, [s. l.], v. 100, n. 3, p. 201–236, 2018.

Geiler, P.; Reneeboog, L. Managerial Compensation: ¿Agency Solution or Problem? (2010). *Journal of Corporate Law Studies*, [s. l.], v. 11, n. 1, p. 99–138, 2011.

Ghosh, A.; Aggarwal, L, R.(2015) Directors' Remuneration: Various Issues Relating to Firm Performance. *Paradigm* (09718907), [s. l.], v. 15, n. 1/2, p. 93–101, 2011.

Hahn, P. and Lasfer, M. (2011) 'The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings', *Journal of Management & Governance*, 15(4), pp. 589–601.

Herzberg, F., B. Mausner, and B. Snyderman. (1959). *The Motivation to Work* (New York, John Wiley).

Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder agency theory. *Journal of Management Studies*, 29: 131–154. Ghoshal, S. 2005. Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4: 74–91.

Hirsch, P., Michaels, S., & Friedman, R. (1987). "Dirty hands" versus "clean models." *Theory and Society*, 16: 317-336.

Jensen, M. C., & Meckling, W. F. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.

McClelland, D.C., (1961). *The Achieving Society* (Princeton, N.J., Van Nostrand)

McGregor, D., (1960). *The Human Side of Enterprise* (New York, McGraw Hill).

Melis, A., Carta, S. and Gaia, S. (2012) 'Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian firms use stock options?', *Journal of Management & Governance*, 16(3), pp. 511–541. doi: 10.1007/s10997-010-9163-0.

OECD (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 2004*, Ministry of Economy and Finances, Spain, Madrid.

Pan, Y., Huang, P. and Gopal, A. (2018). Board Independence and Firm Performance in the It Industry: The Moderating Role of New Entry Threats. *MIS Quarterly*, 42(3), 979–1000.

Perrow, C. (1986). *Complex organizations: A critical essay*. New York: McGraw-Hill.

Pucheta-Martínez, M.C. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de contabilidad - Spanish accounting review*, 18(2), 148-161.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE núm. 255, de 24/10/2015).

Rusiñol, Pere (30 de diciembre, 2018). ¿Es razonable la pensión estratosférica con la que Francisco González se despide del BBVA? El diario. Recuperado de https://www.eldiario.es/alternativaseconomicas/razonable-pension-millones-Francisco-Gonzalez_6_851174877.html

Salas, V. (2002). El gobierno de la empresa. Colección de Estudios Económicos de La Caixa, n. 29, Barcelona. Tosi, H.L.; Katz, J.P. y Gómez-Mejía, L.R. (1997).

Disaggregating the agency contract: the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, 40 (3), 584-602.

Thorgren, S.; Wincent, J.; Anokhin, S. (2010) The Importance of Compensating Strategic Network Board Members for Network Performance: A Contingency Approach. *British Journal of Management*, [s. l.], v. 21, n. 1, p. 131–151, 2010.

Zhang, F., Wei, L., Yang, J., & Zhu, L. (2018). Roles of Relationships Between Large Shareholders and Managers in Radical Innovation: A Stewardship Theory Perspective. *Journal of Product Innovation Management*, 35(1), 88–105.