



FACULTAD DE EMPRESARIALES

# **LA REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS**

Autor: Sandra Mera Martínez  
Director: José Luis Fernández Fernández

Madrid  
Marzo 2015

## ÍNDICE

<b>1. Resumen y palabras clave .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Introducción.....</b>	<b>4</b>
<b>3. Marco legal y recomendaciones de buen gobierno corporativo. ....</b>	<b>6</b>
3.1. Libro Verde de la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo de las entidades financieras y las políticas de remuneración (2 de junio de 2010) .....	6
3.2. Recomendación de la Comisión sobre políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros (30 de abril de 2009). .....	6
3.3. Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía sostenible. ....	7
3.4. Orden ECC/461/2013 .....	7
3.5. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se mejora la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. ....	8
3.6. Evolución de los informes y códigos de buen gobierno. ....	11
3.7. Nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. ....	12
<b>4. El debate.....</b>	<b>14</b>
4.1 Retención del talento .....	16
4.2 Activismo accionarial. ....	18
4.3 Transparencia.....	21
4.4 El papel de los Comités de Remuneraciones.....	23
4.5 Correlación retribución – rendimiento. ....	25
<b>5. Percepción y trasfondo ético. ....</b>	<b>29</b>
5.1 Objeciones éticas generales .....	29
5.2 Objeciones particulares relacionadas con la crisis financiera. ....	30
<b>6. Conclusiones .....</b>	<b>36</b>
<b>7. Bibliografía .....</b>	<b>40</b>

# **1. Resumen y palabras clave**

## **Resumen**

La remuneración de los consejeros es una de las cuestiones más relevantes del debate de Gobierno Corporativo. Este trabajo plasma los temas más controvertidos que afectan al diseño y estructura de los paquetes salariales como son el activismo accionarial, la transparencia, la retención del talento o la correlación entre el rendimiento y la retribución. Además, se desarrolla el trasfondo ético del asunto, íntimamente relacionado con la crisis financiera del 2008. Un conocimiento más profundo de los diferentes puntos de vista proporcionará un mejor entendimiento del debate actual sobre las remuneraciones en la teoría y en la práctica.

## **Abstract**

The Board compensation is one of the most important issues in the debate on Corporate Governance. This paper embodies the most controversial aspects which affect the design and structure of pay packages such as shareholder activism, transparency, talent retention or correlation between pay and performance. Furthermore, the ethical background of the case is explained, closely related to the financial crisis of 2008. Deeper understandings of the different points of view provide a better interpretation of the current debate on remuneration in theory and practice.

## **Palabras clave**

Remuneración, Consejeros, Gobierno Corporativo, transparencia.

## **Key words:**

Remuneration, Board members, Corporate Governance, transparency.

## **2. Introducción.**

Una remuneración de los miembros de los consejos de administración que esté bien estructurada, claramente relacionada con los objetivos estratégicos de una compañía y que recompense a los administradores que contribuyen al éxito a largo plazo de la compañía, es importante a la hora de promover la estabilidad del negocio y su crecimiento. Los accionistas quieren ver cómo estas remuneraciones se están usando de forma efectiva para atraer, incentivar y recompensar apropiadamente a los administradores, de manera que el valor de la compañía en la que están invirtiendo incremente a lo largo del tiempo.

La reciente oleada de escándalos corporativos ha sido asociada a la quiebra de muchas grandes compañías y el gran número de consejeros ejecutivos senior presos a una mala percepción pública de los consejeros. Estos escándalos han subrayado el fracaso de los sistemas de gobierno y motivado nuevas regulaciones sustanciales.

Tradicionalmente, ni las sociedades ni consejeros estaban obligados a proporcionar información detallada sobre la retribución que recibían ni en base a qué criterios se les concedían. Existía un alto grado de opacidad en torno a esta cuestión llegando a ampararse en la Ley de Protección de Datos.

A nivel europeo, la regulación pretende armonizar todas las normas en vigor en cada uno de los estados miembros. Los estados miembros han traspuesto esta regulación europea a través de diferentes recomendaciones. Ciertamente es que Estados Unidos y Europa tienen formas distintas de acercarse al tema en cuestión y esas divergencias pueden observarse en la forma de regular pero lo importante es que tenemos iniciativas comunes y similares que velan por crear un ambiente de buenas prácticas corporativas a nivel global.

El debate y las reformas recientes de las retribuciones recibidas encierran problemas en sí mismos como son erradicar la recompensa de fracasos empresariales y acabar con

escándalos retributivos, sobre todo en las sociedades que han recibido dinero del Estado y reformar el sistema para impedir excesos.

Son los propios accionistas y los grupos de interés de las compañías los que ponen sobre la mesa una gran variedad de medidas que podrían potencialmente proporcionar una correlación mucho más clara entre la remuneración de los consejeros y el rendimiento empresarial y otorgar a los accionistas el poder de pedir a las compañías que rindan cuentas.

En este trabajo quiero plasmar los argumentos más relevantes del debate y la regulación al respecto. Este debate puede ser entendido desde diferentes puntos de vista; como la estructura óptima para alinear la remuneración con el rendimiento de los consejeros para evitar así los problemas de agencia; como una cuestión que ha de ser regulada con el objetivo de evitar fallos en el sistema empresarial; o como una preocupación de la política pública. Incluye puntos de vista de inversores, líderes empresariales, presidentes y consejeros de comités de remuneración y grupos de interés que reconocen que es una cuestión muy controvertida. A lo largo de mi escrito se desarrolla cómo debería ser tratado el papel de la transparencia en los informes de remuneración, el de los accionistas y el de los comités de remuneración en los procesos de establecimiento de esos paquetes salariales, la estructura de los pagos para que incentiven a los administradores y la correlación entre el pago y el rendimiento.

### **3. Marco legal y recomendaciones de buen gobierno corporativo.**

Las estructuras remuneratorias pueden llegar a alcanzar un grado de complejidad demasiado elevado, razón por la cuál, el legislador español y el europeo han optado por regular de forma individualizada los distintos elementos que las componen e incluso la forma en la que éstos se interrelacionan, no contentándose con una regulación global como la que pueden tener otros países europeos. En cada una de las siguientes normas se puede encontrar un apartado dedicado exclusivamente a la remuneración de los consejeros por lo que procederé a desarrollar lo que se establece en cada una de ellas y su aportación al tema en particular.

#### **3.1. Libro Verde de la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo de las entidades financieras y las políticas de remuneración (2 de junio de 2010)**

En 2010, como reacción a las crisis financiera mundial, la Comisión Europea presentó este Libro Verde. Siguiendo este Libro Verde y específicamente, en atención a las entidades financieras, la Comisión Europea presentó un segundo Libro Verde con una revisión más amplia del Gobierno Corporativo en las sociedades cotizadas.

La sección que versa sobre el Consejo de Administración incluye el mandato de publicación de las políticas retributivas, el informe anual de remuneraciones y el voto consultivo de los accionistas sobre la política retributiva y el informe.

#### **3.2. Recomendación de la Comisión sobre políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros (30 de abril de 2009).**

Recomienda a los Estados Miembro que se aseguren de que las entidades financieras tienen políticas retributivas consistentes en relación con la gestión del riesgo. La recomendación crea la guía para establecer la estructura de las retribuciones, el proceso para el diseño e implementación de las políticas y el

papel de las autoridades supervisoras en la revisión de las políticas retributivas de las entidades financieras.

### **3.3. Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía sostenible.**

La ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía sostenible, modifica la Ley del Mercado de Valores, obligando a publicar la información relativa a la remuneración de los administradores (art. 61 ter 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 ”*.

Según establece el apartado 2 del artículo 61.ter de la Ley del Mercado de Valores, *“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 ”*.

### **3.4. Orden ECC/461/2013**

Por otro lado, la orden ECC/461/2013 determina de forma detallada el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

El capítulo III de la mencionada orden es el que se refiere al informe anual sobre remuneraciones de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros.

Este capítulo desarrolla lo dispuesto en el artículo 61 ter de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, y contiene previsiones sobre la estructura y el contenido que deberá tener el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros.

Al igual que el informe de gobierno corporativo, el informe anual sobre remuneraciones se considera hecho relevante y deberá ser remitido a la Comisión Nacional de Mercado de Valores.

La pretensión con la publicación de esta norma es que los accionistas tengan a su disposición información transparente en cuanto a la remuneración de los consejeros, sea cual sea la forma que adopten.

### **3.5. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se mejora la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.**

Diferentes organismos han subrayado la inquietud porque las remuneraciones de los administradores reflejen adecuadamente la evolución actual y verdadera de la empresa y estén perfectamente alineadas con el interés de la organización y sus accionistas. Otra de las preocupaciones es que estas retribuciones estén dotadas de transparencia y que se implemente un proceso que evite los conflictos de interés.

En primer lugar, esta modificación de la Ley de Sociedades de Capital, obliga a que los estatutos sociales fijen el sistema de remuneración de los administradores por sus funciones de gestión y decisión, con diferenciación de los regímenes retributivos de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas. Este sistema de remuneración que aparecerá en los estatutos sociales deberá ser aprobado por un acuerdo en la correspondiente junta de accionistas y en la cuál se determinará el importe máximo anual, que se mantendrá en vigor hasta que el sistema resulte modificado por un acuerdo posterior. Es por ello que se dice que la política de remuneraciones tendrá un carácter plurianual. Es el consejo de administración, en el marco de esa política, el que deberá fijar la remuneración de cada uno de los consejeros



La retribución por ser administrador deberá caracterizarse por ser, en todo caso, proporcionada y revisable en todo momento, pues debe ser acorde con la situación económica de la sociedad y conforme con los estándares de mercado de las empresas comparables. Además, deberán estar orientadas a obtener la rentabilidad y sostenibilidad de la entidad en el largo plazo y adoptar las precauciones necesarias para no volver a asumir riesgos excesivos ni recompensar resultados desfavorables.

En cuanto al régimen retributivo de los consejeros con funciones ejecutivas, la relación entre el consejero ejecutivo y la sociedad deberá ser consignada en un contrato. Dicho contrato ha de ser aprobado de forma previa en el consejo de administración por las dos terceras partes sin tener en cuenta al consejero en cuestión. La Junta queda entonces al margen de esta decisión. El contrato incluirá todos los conceptos retributivos en el desempeño de sus funciones ejecutivas y el sujeto en cuestión no podrá recibir nada que no esté previsto en dicho contrato por el desempeño de las funciones ejecutivas que le hayan sido asignadas. (Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, 2014)

*Artículo 217. Remuneración de los administradores.*

*1. El cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración.*

*2. El sistema de remuneración establecido determinará el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores en su condición de tales y que podrán consistir, entre otros, en uno o varios de los siguientes:*

*a) una asignación fija,*

*b) dietas de asistencia,*

*c) participación en beneficios,*

*d) retribución variable con indicadores o parámetros generales de referencia,*

*e) remuneración en acciones o vinculada a su evolución,*

*f) indemnizaciones por cese, siempre y cuando el cese no estuviese motivado por el incumplimiento de las funciones de administrador y*

*g) los sistemas de ahorro o previsión que se consideren oportunos.*

*3. El importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores en su condición de tales deberá ser aprobado por la junta general y permanecerá vigente en tanto no se apruebe su modificación. Salvo que la junta general determine otra cosa,*

*la distribución de la retribución entre los distintos administradores se establecerá por acuerdo de éstos y, en el caso del consejo de administración, por decisión del mismo, que deberá tomar en consideración las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero.*

*4. La remuneración de los administradores 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.*

*Artículo 218. Remuneración mediante participación en beneficios.*

*1. Cuando el sistema de retribución incluya una participación en los beneficios, los estatutos sociales determinarán concretamente la participación o el porcentaje máximo de la misma. En este último caso, la junta general determinará el porcentaje aplicable dentro del máximo establecido en los estatutos sociales.*

*2. En la sociedad de responsabilidad limitada, el porcentaje máximo de participación en ningún caso podrá ser superior al diez por ciento de los beneficios repartibles entre los socios.*

*3. En la sociedad anónima, la participación solo podrá ser detrída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento del valor nominal de las acciones o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido.»*

*Artículo 219. Remuneración vinculada a las acciones de la sociedad.*

*1. En la sociedad anónima, cuando el sistema de remuneración de los administradores incluya la entrega de acciones o de opciones sobre acciones, o retribuciones referenciadas al valor de las acciones deberá preverse expresamente en los estatutos sociales y su aplicación requerirá un acuerdo de la junta general de accionistas.*

*2. El acuerdo de la junta general de accionistas deberá incluir el número máximo de acciones que se podrán asignar en cada ejercicio a este sistema de remuneración, el precio de ejercicio o el sistema de cálculo del precio de ejercicio de las opciones sobre*

*acciones, el valor de las acciones que, en su caso, se tome como referencia y el plazo de duración del plan. (Ley de Sociedades de Capital, 2015)*

### **3.6. Evolución de los informes y códigos de buen gobierno.**

La regulación de un aspecto concreto del gobierno corporativo como es la remuneración de los miembros de los consejos de administración, no es una cuestión novedosa pues, históricamente, España ha estado comprometida con el buen gobierno de las sociedades y, en especial, con el de las cotizadas y entidades financieras.

Es a partir de 1997, y en 2003 y 2006 cuando se empezaron a crear los primeros grupos de expertos dedicados al estudio del funcionamiento de las sociedades, elaboración de recomendaciones y normas que mejorasen el gobierno empresarial.

1998 fue el año en el que entró en vigor el Informe Olivencia, como corolario de los trabajos de la Comisión específica para el disertación de un código ético de los consejos de administración de las sociedades. Incluía literalmente, como principal cometido del Consejo, “la supervisión y control de la compañía, para alinear los planes de quienes gestionan la sociedad con los intereses de quienes aportan los recursos y soportan el riesgo empresarial”, lo que se canalizaba mediante tres responsabilidades: orientar la política de la empresa, controlar su gestión y servir de enlace con los accionistas. y que sirvió de base para la elaboración del primer Código de buen gobierno de nuestro país (Fundación de Estudios Financieros, 1998). En 2003, el grupo de expertos para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas redactó el Informe Aldama, que modificaba el código anterior e incluía nuevas recomendaciones. El informe Aldama fue presentado el 8 de enero de 2003, textualmente se decía que, tras cinco años de Olivencia, “la información proporcionada por las sociedades cotizadas a los mercados y a sus accionistas es muy insuficiente. Se producen conflictos de intereses y el uso de información privilegiada por parte de directivos y consejeros”. Según la Comisión Aldama, la inquietud más remarcable fue “la búsqueda de un equilibrio entre una regulación orientada a la protección legal de los derechos de los accionistas y la mayor autorregulación posible de las empresas cotizadas. De este principio de libertad se deducen, a su vez, los principios de transparencia y de lealtad,

debidamente equilibrado con el de diligencia”. (IESE)

Finalmente, en 2006 se creó un Grupo de Trabajo Especial para armonizar y actualizar, en línea con las tendencias europeas, el contenido del Código de buen gobierno, dando lugar al Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Código Conthe) en vigor hasta febrero 2015. El Código Conthe significó un avance muy relevante, pues refinaba quién y cómo debían fijar las retribuciones de los consejeros y ejecutivos. Era obligatorio que el Consejo de Administración aprobase el documento que incluía la política de retribuciones y los principios generales aplicables a la retribución de los mismos. Este escrito debía presentarse cada ejercicio económico a los inversores y someterse a votación en la Junta – aunque sólo con carácter consultivo (pero si el voto es negativo, será difícil que el Consejo no modifique su postura). (Fernández-Armesto)

### **3.7. Nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.**

El 24 de febrero de 2015 la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicó el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, redactado por una Comisión de expertos en gobierno corporativo y aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero. El nuevo Código supone la última evolución del marco regulatorio español en cuanto a Gobierno Corporativo y sustituye al Código Conthe o Código Unificado. Con anterioridad a la publicación de este nuevo Código, entró en vigor la Ley 31/2014 que modifica la Ley de Sociedades de Capital. El nuevo Código de Buen Gobierno está formado por 64 recomendaciones. Se han incluido 23 nuevas recomendaciones, 12 se han suprimido, pues se han incluido en la Ley de Sociedades de Capital, y 21 han sufrido modificaciones. Las recomendaciones se dividen en tres grandes apartados: cuestiones generales, junta general de accionistas y consejo de administración. El Código se ajusta a un nuevo formato que parte de distinguir e identificar 25 principios que sirven de base para las distintas recomendaciones de carácter concreto y específico. Las sociedades cotizadas deberán probar, según el principio de “cumplir o explicar”, el seguimiento de las distintas cuestiones recogidas en el Código en los informes anuales de gobierno corporativo que remitan a la CNMV

en 2016. Corresponderá a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den en relación con el no seguimiento o el seguimiento parcial de las recomendaciones que, en su caso, corresponda.

“El nuevo Código incluye nueve recomendaciones que versan sobre la remuneración de los consejeros, sobre la base del principio general de que la remuneración debe ser la necesaria para atraer y retener el talento, sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos y evitando la toma de decisiones excesivamente arriesgadas.” (GARRIGUES, 2015). Las recomendaciones más relevantes en relación a la retribución de los consejeros son las siguientes:

“v Se incluyen pautas y criterios sobre los componentes variables de las remuneraciones (R58).

v Se recomienda diferir el pago de una parte de los componentes variables por un período suficiente para comprobar que se han cumplido las condiciones de rendimiento previamente establecidas (R59).

v Se recomienda la vinculación de un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos a la entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor (R61).

v Salvo supuestos específicos, se propone que una vez adjudicadas las acciones y las opciones o derechos sobre acciones, los consejeros no puedan transferir la propiedad de un número de acciones equivalente a dos veces su remuneración fija anual, ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta al menos tres años desde su atribución (R62).

v Se recomienda que se introduzcan cláusulas de reembolso de la retribución variable cuando el pago no está ajustado a las condiciones de rendimiento o se hayan abonado atendiendo a datos inexactos (R63).

v Se recomienda la limitación a los pagos por resolución del contrato de forma que no superen un importe equivalente a dos años de la retribución total anual (R64)” (GARRIGUES, 2015).

## 4. El debate.

Durante la última década, la remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas se ha incrementado notablemente. El gran tamaño de las compañías, la competitividad internacional en términos de talento, las prácticas de benchmarking y las cambiantes estructuras de estos pagos son algunas de las razones de esta tendencia.

La CNMV ha sido muy clara diciendo que, las altas remuneraciones de los grandes consejeros no son la cuestión. La remuneración de los administradores que está bien estructurada, claramente relacionada con los objetivos estratégicos de la compañía y que recompensa a los ejecutivos que contribuyen al éxito a largo plazo son las cuestiones sobre las que de verdad habría que reflexionar al hablar de estos paquetes remuneratorios.

Sin embargo, la relación entre el pago y el rendimiento ha sido difícil de identificar. Esto sugiere dos posibles temas a tratar: que la estructura de las remuneraciones no necesariamente incentiva a los administradores a actuar de acuerdo con los intereses a largo plazo de la empresa; y que el nivel de remuneración podría estar representando una recompensa excesiva para el rendimiento obtenido.

Hablar de remuneración de consejeros automáticamente se vincula a grandes e impactantes cifras pero a veces, poco precisas. Lo cierto es que la estructura de los paquetes salariales incluye una gran variedad de conceptos y elementos. Para algunos, estos paquetes permiten obtener lo mejor de cada administrador y para otros, sin embargo, estos paquetes son creados para multiplicar conceptos, disimular salarios excesivos y enturbiar el acceso a la información.

Una política de remuneración adecuada, según Isabella Galeano, debería cumplir las siguientes funciones:

- (i) crear valor para los accionistas;
- (ii) ser competitiva en la contratación de consejeros;
- (iii) motivar y retener talento;
- (iv) ser rentable en cuanto a los costes;
- (v) ser justa desde la perspectiva del beneficiario y del mercado.

Lo cierto es que todas las entidades son completamente distintas y no se puede pretender que los sistemas de remuneración sean iguales en todas las sociedades. Deben ser los objetivos y los valores de cada organización los que determinen la estructura y composición de los paquetes retributivos.

Como se ha mencionado, los paquetes retributivos pueden estar formados por una gran diversidad de elementos, pues cada organización los estructura como considera más apropiado. En términos generales, el salario fijo se suele establecer atendiendo al mercado (empresas comparables). Muchos autores coinciden en que es ésta la parte que responde a la retención del talento. Los planes de incentivos a corto plazo se suelen articular a través de *bonus* anuales, que deberían alinearse con la obtención de objetivos concretos a corto plazo. Y, por último, los planes de incentivos a largo plazo buscan la creación de valor sostenido en la compañía.

El objetivo de toda empresa es la creación de valor a largo plazo. Es importante aclarar en este punto que, técnicamente, la creación de valor de la empresa no es la misma que la creación de valor para el accionista, pues la creación de valor de la empresa incluye también la creación de valor para los acreedores, deudores y otros accionistas preferentes. A lo largo de este trabajo asumiremos que el objetivo más apropiado para la empresa es maximizar la creación de valor de la empresa a largo plazo y que, los planes sobre las remuneraciones de los consejeros bien diseñados motivarán esta creación de valor y evitarán actuaciones que lo destruyan o minoren. Se puede asumir también que, la creación de valor a largo plazo es sinónimo de maximizar el precio por acción de la compañía en el corto plazo. Si los mercados son fuertemente eficientes y, toda la información se refleja inmediatamente en el precio de la acción, entonces cualquier cambio en la creación de valor para el accionista en el largo plazo se verá inmediatamente plasmado en el precio de la acción. Sin embargo, los altos directivos suelen tener inevitablemente posesión de información no disponible para los inversores. En esas situaciones, los cambios en el precio de la acción a corto plazo no necesariamente implican ese cambio en la creación de valor a largo plazo. El hecho de que los altos directivos tengan posesión de información no pública hace que el Consejo de Administración y el Comité de Remuneraciones tengan que ser especialmente sensibles a la hora de asegurarse que aquellos que posean esa información no la usen

aprovechándose de esa ventaja frente a los accionistas. Pero dejando la información privilegiada a un lado, en este trabajo supondré que la información de la que disponen los consejeros es pública, pues nos desviaríamos del eje vertebral del estudio. Lo relevante aquí es que el deber de los consejeros es contribuir a esa creación de valor a largo plazo y que, desde el punto de vista de las remuneraciones, el comité de remuneraciones aportará la respectiva contribución siempre que diseñe el sistema retributivo apropiado.

Siguiendo con la estructura de los paquetes remuneratorios, no existe unanimidad, ni mucho menos, en cuanto a cuál es la estructura óptima. Jon Terry define el paquete óptimo como “una retribución alineada con los resultados del trabajador, de su departamento y de la entidad.” y entiende que el cobro de una parte significativa del *bonus*, al menos el 50%, tiene que estar diferido durante tres años y que la mitad de esa paga variable tendría que ser en acciones. Además de lo anterior, sugiere unos sistemas de retribución más sencillos, disminuyendo su complejidad y número de variables (Terry, 2012).

Tom Gosling, por otro lado, defiende que han de simplificarse de forma significativa las retribuciones en la estructura de los paquetes salariales. Considera que la mayoría de consejeros estarían dispuestos a cobrar menos si las estructuras retributivas fueran más simples y menos volátiles (Gosling, 2012). El sistema de compensaciones en la actualidad está fundamentado en la teoría de la motivación que enuncia la idea de que la creación de incentivos salariales con condiciones de rendimiento se traducirá en un mejor desempeño para los accionistas. Las retribuciones con estructuras complejas anulan la motivación. Cuanto más compleja sea la retribución, peor valorada estará a los ojos de los consejeros que han de recibirla.

#### **4.1 Retención del talento**

Una de las razones más citadas para justificar las altas remuneraciones ha sido el impacto de un mercado internacional para los consejeros y la necesidad de tener que



pagar por encima de la media para atraer al mejor talento y mitigar el flujo de consejeros a otros países.

Sin embargo, los argumentos que sostienen esto son bastante variados. La globalización debería haber incrementado el número de potenciales candidatos para posiciones directivas, lo cual debería haber contribuido a aminorar las retribuciones – pero no existen muchos casos que consigan probarlo (Gregory Smith, 2012).

En la mayoría de las organizaciones, el talento es un recurso esencial. De hecho, el talento retenido en una compañía es uno de los factores que marcan la diferencia respecto de la competencia. Sin los administradores correctos que ejecuten la estrategia de la compañía en todos los niveles de la misma, el negocio fracasaría a la hora de alcanzar su potencial máximo.

Muchos autores defienden que, si la retribución se convierte en la única motivación de un consejero, es posible que su visión acerca de los riesgos que ha de asumir la entidad que dirigen no sea la adecuada. Ante un nivel demasiado bajo, los consejeros podrían tener la tentación de ir a las empresas competidoras. Si las remuneraciones son excesivamente altas, el accionariado puede considerar que no han llegado a proporcionar a la compañía el valor que esperaban, además de tener un efecto pernicioso en la calidad del trabajo y el compromiso de algunos consejeros.

Cary Cooper, profesor de la Lancaster University Management School, dice que el hecho de necesitar altos *bonus* para atraer y retener el talento es un mito. (SMITH, 2012). Dice que es el clásico argumento chantajista que usan los banqueros. Advierte que el dinero se podría convertir en la única motivación lo cual hace que nos pongamos en una situación de continua avaricia, la misma que nos ha abocado al escenario en el que llevamos ya varios años.

El profesor sólo defiende esos salarios en el caso en que la empresa obtuviese grandes beneficios. Esta opinión, con una marcada perspectiva anglosajona, no es acorde con la regulación de la Unión Europea, que no tiene como objetivo dejar de premiar a aquellos administradores que hayan fracasado sino racionalizar el sistema de compensaciones,

incluyendo a aquellas empresas que obtengan beneficios. Se refuerza la creencia de que los beneficios ya no podrán servir de base para justificar cualquier tipo de remuneración.

Muchos académicos británicos han recurrido a tendencias internacionales para observar la cantidad, estructura y la relación con la actuación de la entidad, para considerar cómo las retribuciones podrían ser usadas de una manera más efectiva para atraer, retener y motivar a los ejecutivos. Los resultados de estas búsquedas son diversos y normalmente inconclusos, por lo que se requieren muchos más estudios en esta área.

## **4.2 Activismo accionarial.**

Los accionistas en España tienen el derecho de emitir un voto consultivo en cuanto al informe de remuneraciones desde la introducción del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo. Este voto fue diseñado para facultar a los accionistas y otorgarles un medio para influenciar en las retribuciones de sus administradores. Motivó a los accionistas a comprometerse con el gobierno corporativo y a desarrollar una mayor relación con las compañías en las que invierten.

El activismo accionarial es la manera en la que los inversores pueden reivindicar su poder como propietarios de la compañía para influir en la actuación de la organización. Este activismo incluye un gran abanico de actividades. Activismo abarca mostrar desaprobación, tener discusiones privadas o hacer comunicados públicos, hablar abiertamente con otros accionistas, organizar reuniones de accionistas o poner sobre la mesa resoluciones a la que hayan llegado estos inversores. En muchos casos, este activismo accionarial está dirigido contra inversores institucionales y no contra los consejeros. Este activismo puede llevarse a cabo de una manera colaborativa, sobre todo cuando se desarrolla de manera privada.

Los accionistas deberían jugar un papel fundamental a la hora de decidir cuestiones como la remuneración de los administradores y desafiar a las compañías para que usen los paquetes salariales de manera que incentiven y recompensen. Lo que hay que estudiar es si tienen las herramientas adecuadas para desarrollar este trabajo de forma efectiva. Sería conveniente, según el informe realizado por PwC (PricewaterhouseCoopers, 2009), revisar si en el voto consultivo al que tienen derecho

los accionistas para aprobar o no la retribución de ese año se tiene en cuenta y si habría otros medios por los que los inversores podrían estar más comprometidos con la cuestión de la remuneración de los administradores.

El activismo accionarial es, la mayoría de las veces, en sí mismo controvertido. Los que proponen esta práctica argumentan que las compañías con unos accionistas involucrados y activos tienen más posibilidades de éxito a largo plazo que aquellas que no los tienen. Cuando el rendimiento de las compañías es pobre, los accionistas activistas vienen a representar a las brigadas que traen un cambio de forma más rápida.

Para el profesor Pin, “todo lo que sea alimentar la democracia accionarial es bueno”. Distingue entre los accionistas minoritarios y los dispersos, los que compran directamente o a través de fondos. Cree que lo que tenemos es “mejor que nada” y que “puede ayudar más a los minoritarios que a los dispersos”, ya que les permite mostrar su disconformidad con algún aspecto de la gestión sin afectar a la totalidad del informe anual, lo que podría ser pernicioso para los intereses de todos”

Los que se oponen a este activismo accionarial lo definen como destructivo, mal informado o populista . Algunos llegan a decir que se trata de una extorsión que debilita a las grandes compañías. Fundamentalmente, el desacuerdo está en relación a la cantidad de poder que los accionistas deben delegar en los Consejos de Administración y cuando se hace necesaria una acción directa de los accionistas y en qué términos. En algunos países, el trabajo organizado es acusado de usar las tácticas del activismo accionarial como una herramienta capitalista en el conflicto de clases.

El activismo accionarial ha sido en estos últimos años motivado por la CNMV. Desde 2003, los inversores de las sociedades cotizadas tienen derecho a emitir un voto consultivo en relación al Informe sobre Remuneración de los consejeros. La emisión de votos en contra de dicho Informe no tendría ningún efecto legal, pues no es vinculante, pero si que muestra el descontento por parte de los inversores. Descontento que desde el inicio de la crisis se tiene muy en cuenta.

Kate Burgess and Dan McCrum opinan que durante décadas las juntas generales han sido una forma demasiado educada de hacer negocios. Los gestores de grandes fondos de pensiones y de instituciones de seguros que eran propietarios de la mayoría de las acciones, normalmente habían resuelto todos los problemas de forma previa y privada antes de enfrentarse a la urna electoral. Ha habido un punto de inflexión en relación a esta manera de resolver los temas corporativos, pues muchas instituciones acusaron a los consejos de compensar persistentemente a los administradores con *bonus* multimillonarios a pesar de los anémicos rendimientos. Esto va en contra de la profunda y actual ansiedad acerca de los empleos, salarios y el retorno de los ahorros. Los accionistas han perdido la paciencia con los pobres retornos a lo largo de cinco años.

El número uno de una asociación de accionistas británica dice que están hartos de compañías con planes remuneratorios mal estructurados año tras año. Añade que ha llegado un punto en el que hay que cambiar la mentalidad y si eso requiere un sacrificio, tendremos que hacerlo todos.

Los votos en blanco en cuanto al sistema remuneratorio reflejan la poca comunicación entre los administradores y propietarios dice Robert Talbut, director de inversiones de Royal London Asset Management. Añade que los votos en blanco deberían ser entendidos como una llamada a una reforma fundamental para alinear el pago con el rendimiento.

Estos pagos son un punto de inflexión para mayor insatisfacción de los accionistas. Los votos en blanco son una señal de preocupación sobre el mal funcionamiento de los consejos de administración. Sarah Wilson, directora ejecutiva de Manifest, un proxy advisor, añade que “las remuneraciones son las ventanas al alma de una sociedad. Muestran y miden objetivamente los vínculos entre los incentivos, el comportamiento, la estrategia y los resultados” (BURGESS, 2012). Aquellos que están a favor de el movimiento “say on pay”, muy en línea con lo anterior, argumentan que someter a votación y a aprobación de los accionistas las políticas retributivas de los miembros de los consejos de administración incrementará su responsabilidad y ayudará a fijar políticas directamente relacionadas con los objetivos y resultados de la compañía.

Parece que la inactividad de los accionistas ha motivado el endurecimiento de la regulación de las retribuciones. De ahí que piensen que, dotar a los accionistas con mecanismos de control no va a conllevar una limitación de los sueldos, ni evitar que se repitan los abusos.

Las opciones que se barajan para cambiar la situación actual es mejorar la información disponible sobre las remuneraciones, pues los accionistas se quejan de que una de las grandes barreras a la hora de participar de forma activa en la aprobación del informe de remuneraciones es el tiempo y la dificultad que supone el análisis de los mismos.

Además de mejorar la información disponible, deberían convertir el voto de los accionistas en vinculante. Los propios inversores opinan que esto les otorgaría una mayor legitimidad, desafiando a todos los accionistas para que fuesen más activos y requiriendo a las entidades para que se tomasen más en serio la votación.

### **4.3 Transparencia.**

Es importante que las sociedades proporcionen información clara y accesible en relación a la retribución de sus administradores para permitir que los accionistas y otros grupos de interés decidan si el paquete salarial es el apropiado. El derecho societario ya exige que las cotizadas elaboren un informe de remuneraciones de los consejeros y se especifica cuál ha de ser el contenido del mismo. Esto ha ayudado a que se mejore la transparencia pero, estos informes se han convertido en documentos extremadamente largos y complejos. Los accionistas se quejan de que es difícil identificar los aspectos y las cifras más importantes. Eso hace que el hecho de evaluar las remuneraciones y compararlas con las demás empresas les ocupe demasiado tiempo.

El gobierno de Reino Unido se ha manifestado en numerosas ocasiones a este respecto y señala que, para superar la situación actual, las sociedades deberían expresarse con mayor claridad en cuanto a la remuneración total. Aunque ya se exige que las entidades proporcionen información sobre los distintos elementos que componen su paquetes remuneratorios, no están obligados a incluir una cifra que exprese la remuneración total. Esta cifra sería de gran ayuda para los inversores, pues sería el método más informativo.

Las organizaciones, además, deberían estar obligadas, según el gobierno británico, a incluir en el informe qué porcentaje sobre el total de los beneficios obtenidos supone el pago de las remuneraciones.

Uno de los principales obstáculos para las iniciativas de mejora de la transparencia viene de la Ley de Protección de Datos. Además, hay quien alega que la transparencia puede resultar contraproducente.

Muchos autores subrayan asimismo la falta de control en lo que respecta a las retribuciones de los consejeros, que tiene un doble aspecto. No hay suficientes mecanismos a disposición de los accionistas para evaluar y aprobar los salarios, y por otra parte, tampoco hay una regulación por parte del Gobierno y los órganos especializados para controlar con efectividad los excesos que se están cometiendo.

El papel de los accionistas es fundamental, porque “el voto representa la expresión máxima del propietario por la que se legitiman formal y materialmente las actuaciones de los consejeros”; en última instancia está en sus manos controlar la razonabilidad de una política retributiva adecuada. Aunque en España se han establecido medidas como el voto consultivo, su carácter no vinculante le resta eficacia.

La información detallada que sirve de base para cálculos, como por ejemplo las tablas que muestran los distintos componentes de la remuneración de cada consejero, se seguiría proporcionando en el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Esta información seguiría estando disponible para aquellos que quisiesen analizarla y podría ser auditada pero, el informe de remuneraciones debería elaborarse de una forma más concisa. Reducir la extensión de el informe de remuneraciones y traer al frente la información clave debería hacer más fácil a los accionistas el análisis de las remuneraciones y a las empresas rendir cuentas.

#### **4.4 El papel de los Comités de Remuneraciones**

Desde que se introdujo el informe de remuneraciones y el voto consultivo de los accionistas, al trabajo realizado por los comités de remuneraciones se les presta una mayor atención. Entrevistas hechas a miembros no ejecutivos de estos comités de compañías del FTSE350, han esclarecido que el proceso de establecer las remuneraciones se ha vuelto extremadamente desafiante y un gran esfuerzo a la hora de diseñar la remuneración relacionada con el rendimiento de la organización.

Sin embargo, como el descontento con las retribuciones se ha ido incrementando – particularmente con la crisis financiera – ha aumentado también la insatisfacción hacia los comités que las fijan. Los grupos de interés manifiestan que habría que investigar si el papel de los comités que fijan estas recompensas necesita adaptarse para responder a los desafíos que incluye el hecho de establecer estos pagos.

Para Corporate Britain, en el largo plazo, tendrían que formarse comités de remuneraciones más diversos. Los miembros de los mismos son elegidos por los consejos de administración y en las grandes compañías, al menos tres deberían ser consejeros independientes. La mayoría de estos consejeros no ejecutivos son directivos de otras empresas. De hecho, es su experiencia trabajando en las más altas posiciones la que les da ese conocimiento y esas habilidades que necesitan los consejeros para establecer logros desafiantes, negociar salarios y fijar condiciones capaces de retener el talento. Sin embargo, la tendencia de reclutar a los consejeros no ejecutivos de entre un elenco de posibilidades pequeño contribuye potencialmente a un desafío insuficiente en cuestiones remuneratorias (O'Reilly, 2010).

Muchos investigadores han estudiado el impacto de esto y sugieren que los consejeros no ejecutivos, en virtud de experiencias pasadas, son parte de la cultura de las altas remuneraciones. Su horquilla de referencia sobre lo que constituye una alta remuneración es lo que no coincide con la media de lo que ganan los trabajadores. (Report, 2011). Esto podría ser el efecto que les causa ser extremadamente generosos con las compensaciones sin cuestionar más allá (Ezzamel, 1998). Muchos académicos y grupos de interés también han identificado una tendencia por parte de los comités de apearse a los esquemas remuneratorios tradicionales (Main, 2008).

Grupos de interés sugieren que una de las maneras de apartarnos de las remuneraciones status quo y de motivar un mayor desafío sería invitar a representantes de los trabajadores a sentarse en los comités de remuneraciones. Argumentan que aportarían una perspectiva diferente a la discusión sobre las remuneraciones y se asegurarían de que el pago y las condiciones son los mismos en toda la compañía. Todo representante de los trabajadores tendría que tener conocimiento de la estrategia de la compañía, sus objetivos y riesgos y cualquier cuestión para no estar en desventaja respecto de los demás integrantes del comité.

Como en el caso de los miembros independientes de los consejos de administración, habría que fijar quién podría ser representante de los trabajadores (trabajadores, accionistas o ambos) y cómo se llevaría a cabo la elección de los mismos.

De entre los países europeos que ya requieren que los trabajadores sean representados en los consejos de administración – incluyendo Austria, Dinamarca y Holanda- existen variaciones en el número de representantes, la forma en que son elegidos, sus funciones y los intereses que representan (Zagelmeyer, 1998). Este proceso obligaría al comité a describir claramente sus propuestas y porqué son las apropiadas. Aunque el resultado no es vinculante, el informe de remuneraciones podría incluir el *feedback* de los trabajadores para demostrar que se han tomado en cuenta diferentes puntos de vista.

En cualquier caso, aunque existan razones de peso que justifiquen la convergencia de ciertas prácticas retributivas en todo el mundo, diferencias estructurales en las cuestiones más generales del gobierno corporativo hacen difíciles las comparaciones. Las distintas actitudes hacia las retribuciones y hacia el gobierno corporativo, muchas veces con causa en las normas culturales, significan que aunque puede ser de gran ayuda tener en cuenta las medidas introducidas en otros países, las prácticas que pueden ser efectivas en un país puede que no funcionen en otro.



#### **4.5 Correlación retribución – rendimiento.**

La teoría de la agencia que trata la desalineación de intereses entre accionistas y administradores ha sido la principal preocupación en cuanto a la separación de la propiedad corporativa y el control corporativo desde principios del siglo XX (Means, 1932). Si los administradores son egoístas y los accionistas no pueden supervisarlos (o no saben el mejor medio para hacerlo), los administradores, como regla general, van a ir en busca de su bienestar a expensas de la creación de valor para los accionistas.

La remuneración de los consejeros puede utilizarse en parte para aliviar el problema de agencia mediante la alineación de los intereses de los accionistas con los de los administradores. En principio, la retribución debería estar basada en indicadores que informaran sobre si los consejeros han realizado las actuaciones para crear valor para el accionista o no (Holmström, 1979). Debería hacerse así puesto que no es probable que los accionistas identifiquen las actuaciones que maximizan este valor.

Uno de los mayores objetivos del buen Gobierno Corporativo es resolver el coste de agencia que sugerían Jensen y Meckling (Jensen, 1976). Los consejeros muchas veces tienen objetivos que entran en conflicto con los intereses de los accionistas, pues aunque a los consejeros se les contrata por su experiencia y su remarcable talento en la gestión, no se puede pretender que tomen las mismas decisiones que las que tomarían los dueños de la compañía.

Estos problemas de agencia prevalecen sobre todo en decisiones que tienen un coste personal elevado para los consejeros (como despidos, venta de divisiones de la empresa o de la empresa entera) porque los consejeros soportan la desproporción entre el coste y el beneficio, pero el problema prevalece aún más en las decisiones que realmente les benefician (como comprar un avión para la compañía o remodelar los oficinas corporativas) recogen desproporcionadamente este tipo de beneficios frente a los costes (Jensen, 1976).

El conflicto inherente entre los gestores y los accionistas es idéntico al conflicto que surge cuando alguien contrata a un agente para realizar las acciones correspondientes en su nombre. El problema de la agencia no es algo aislado sino que es parte de cualquier situación en la que dos o más personas se comprometen a realizar actividades que tengan un carácter cooperativo. Siempre van a existir esa incompatibilidad entre

intereses no sólo en las empresas sino también en asociaciones, fundaciones, en el propio Gobierno y hasta en las familias. Sin embargo, hay un problema añadido en las empresas: los consejeros son elegidos, controlados y recompensados no directamente por los propietarios pero sí por el Consejo de Administración, a través del comité de Remuneraciones, que es elegido por los accionistas-propietarios.

El correcto diseño de estos paquetes remuneratorios puede mitigar estos problemas de agencia si el mismo llegase a alinear los intereses de consejeros y accionistas. Esto es lo que sugiere la Teoría de la Agencia.

Las decisiones en cuanto a la remuneración no las toman los propietarios sino, como ya he comentado, por el Consejo de Administración. Según Jensen, muchas veces a los comités de remuneraciones les faltan habilidades de negociación frente a directivos a la hora de firmar los contratos que establecen las remuneraciones. Como resultado, se diseñan paquetes de manera incorrecta y se crean o aumentan los problemas de agencia en las organizaciones, pues acaban atrayendo a los gestores incorrectos (o con un coste muy elevado), manteniendo a esos consejeros no acordes y motivando actuaciones erróneas. Porque, como regla general y según Isabella Galeano, los consejeros son egoístas y los miembros del comité de remuneraciones se gastan los recursos empresariales en estas retribuciones, existe una realidad en la que los participantes de este sistema se comportan de manera que aumentan y no se reducen estos problemas de agencia.

El modelo principal sugiere que los accionistas deberían contratar con los consejeros la remuneración que estará relacionada con sus actuaciones. Como estas actuaciones no son directamente observables, un contrato que vela por maximizar los objetivos de los accionistas deberá ser celebrado. La manera de alinear los intereses entre accionistas y consejeros es hacer que la remuneración sea en función del rendimiento de la compañía. (Murphy (1985) Kaplan (1994)). (CEO Incentives- It's not how much you pay, but how, 1990)

Según Murpy (1999), la remuneración debería estar relacionada con medidas que reflejen la actuación de la compañía en la Bolsa, en el caso de que ésta fuese cotizada.

Por ello, el Gobierno Corporativo y las políticas de remuneración están altamente interrelacionadas: un mal gobierno corporativo puede llevar a prácticas remuneratorias

que destruyan el valor de la compañía y muchos otros excesos en cuanto a remuneraciones que se deben a un pobre Gobierno Corporativo.

Existe un latente conflicto para dilucidar si la correlación entre la retribución y el rendimiento ha aumentado o disminuido a lo largo del tiempo. Jensen y Murphy (1990) y Gregg et al (1993) defienden que la correlación ha disminuido, al contrario de lo que piensan Hall y Liebman (1998) y Benito y Conyon (1999). Con el paso del tiempo, las prácticas relativas al gobierno corporativo cambian y Bertrand y Mullainathan (2001) argumentan que aquellas compañías con estructuras sobre gobierno corporativo más afianzadas tienden a tener una sensibilidad más alta a la hora de establecer esta correlación.

Murphy defiende que, esta dimensión (Pay – Performance Relation) define qué acciones y resultados son recompensados y cuáles son penalizados, de ahí que determine en qué se está trabajando, cómo se está trabajando y su productividad. Si lo que recompensa en este periodo sienta un precedente para lo que tenga que ser recompensado en futuros periodos siempre que los directivos lo asocien al rendimiento obtenido, esta recompensa afectará a la motivación y a los incentivos. Si por el contrario, no se llegase a asociar con el rendimiento obtenido, este sistema de remuneración sería bastante pobre.

En atención a lo que defiende el anterior autor, este plan remuneratorio debería tener tres dimensiones a decidir por el Comité de remuneraciones. Siguiendo con la correlación remuneración – rendimiento, la misma motiva a los consejeros para crear valor y dado que todos quieren que esta correlación sea positiva, hay que estar atentos a los elementos de conflicto y negociación ya que pueden crear discusiones acerca de esta correlación. Si esta discusión no se gestiona de forma correcta, podría llevar a la destrucción de valor y a paquetes remuneratorios ineficientes.

Joaquín Tamames, por otro lado, dice que desde el punto de vista de la empresa hay que ser muy pragmático: lo que decida la junta de accionistas está bien decidido; si la junta, informada, aprueba remunerar a un equipo directivo de manera sobresaliente, poco hay que decir. En la misma línea argumenta que si las retribuciones fuesen excesivas existen sistemas de reequilibrio como es el tramo del IRPF. Algunos administradores reclaman

que pueden llegar a pagar el 52% del tipo marginal (56% en Cataluña). Por tanto, Tamames dice que ganan ellos pero también la sociedad.

Centran la importancia en que la junta de accionistas esté bien informada para poder aprobar este asunto con conocimiento de causa. El problema está en que la mayoría de las ocasiones las juntas de accionistas no están informadas al detalle –muchas veces por dejación de los propios accionistas– y en muchos casos las empresas realmente están en manos de los directivos. Puede que algunos piensen que no tiene mucho sentido ir a la JGA cuando ya está todo decidido, pero por lo menos queda el testimonio de cuestionar ciertas prácticas susceptibles de ser consideradas como un abuso a través del ya mencionado voto consultivo.

En cuanto a la correlación retribución – tamaño de la compañía, no existe gran controversia entre los autores ya que la mayoría están de acuerdo con que los consejeros pertenecientes a los Consejos de Administración de grandes compañías reciben una remuneración mayor que los de compañías menores. Algunos se atreven a decir que las mayores compañías requieren de mejores consejeros. También es cierto que el coste que puede acarrear la toma de una decisión incorrecta está directamente relacionado con el tamaño de la compañía. Las grandes sociedades realizan operaciones más complejas que hacen su gestión más difícil. Esta complejidad adicional de las grandes compañías requiere de consejeros más hábiles que tengan mayores salarios.

## **5. Percepción y trasfondo ético.**

¿Por qué los altas retribuciones están atrayendo tanta atención? ¿Por qué se ha convertido en una de las preocupaciones más importantes en el ámbito empresarial? Se pueden identificar dos corrientes de pensamiento distintas que responden a las preguntas planteadas. La primera corriente es defendida desde antes de la crisis financiera de 2008. La segunda corriente ha surgido a raíz de la crisis y está, de hecho, relacionada con el comportamiento que se considera que ha provocado la crisis.

### **5.1 Objeciones éticas generales**

La primera corriente de objeciones se preocupa de la ética de las altas remuneraciones en general. Así, hay paquetes salariales que se consideran excesivos y son los grandes diferenciadores entre los salarios de los trabajadores de una misma empresa, muchas veces son descritos como “injustos”. Este asunto se convierte en una cuestión de justicia distributiva (Kolb, 2006) (Milgrom). Los críticos raramente discuten si a los consejeros se les debería remunerar más que a los demás trabajadores. Reconocen que los consejeros lidian con cuestiones más complejas que conllevan un alto grado de responsabilidad, requieren unas habilidades mayores e incluyen una medición del riesgo considerable. Pero los más críticos con el pago excesivo piensan que los paquetes retributivos actuales sobrevaloran la contribución de los consejeros a la compañía y, en algunas empresas menosprecian la contribución que los trabajadores de otros niveles aportan a la organización. El éxito de una compañía depende de todos los que trabajan en ella, desde los que trabajan en las posiciones más altas hasta los de las posiciones más bajas. Cada persona juega un papel crucial y distinto; cada papel tiene sus desafíos y sus oportunidades. Aquellos estructuras retributivas que recompensan a ciertos individuos de forma excesiva en relación con la contribución que hayan hecho y reconoce muy poco la contribución hecha por el resto de los trabajadores choca con la idea de justicia. Además contribuye a la inflación, pues los costes aumentan y se reduce el valor para el accionista a largo plazo.

Por otro lado, los que defienden los altos niveles retributivos dicen que en el mundo corporativo, la justicia es un concepto abstracto; el mercado es el que debe determinar cuánto deberían pagarles a los consejeros. Las leyes de la oferta y de la demanda entran

en juego y los altos salarios son necesarios para atraer al talento. Los economistas tienden a ver esto como un proceso “amoral”. Si una empresa fracasa y no paga el salario medio de mercado de los ejecutivos, no conseguirá a los ejecutivos que busca. Incluso los que creen que las empresas deben acercarse a la cuestión de las remuneraciones de una manera sensible y deben ajustar sus políticas, como Stephen Green, argumentan que es un hecho práctico, que las leyes de la oferta y la demanda operan en el mercado para el capital humano al igual que para los productos y servicios. Siempre existirán diferencias. (Green, 2009).

Lo que los individuos esperan y demandan está influenciado por los salarios de consejeros de las empresas comparables. Vivimos en un mundo en el que la movilidad está cada vez más presente y donde el talento puede trasladarse a otros países y a otros sectores. El mercado de los consejeros, sin embargo, se aleja mucho del ideal mercado de competencia perfecta. Como Patrick Gerard apunta, las altas retribuciones no resultan en una mayor oferta de consejeros, de hecho, las altas retribuciones reducen el número de candidatos que podrían encajar en la posición ya que las expectativas son mucho más altas.

En algunos países, estas altas retribuciones están mal vistas, pues dañan a la sociedad. En Luxemburgo, Jean-Claude Juncker las llamó “azote social” ya que con ellas se crea una brecha entre las personas por estos paquetes retributivos y las masivas diferencias. Afectan a la moral pública y corporativa; exacerbando las clases sociales. Aquellos situados en el percentil con menor salarios se sienten desmoralizados y menospreciados. Los resultados de esto los documentan Richard Wilkinson y Kate Pickett en “ The Spirit Level”.

## **5.2 Objeciones particulares relacionadas con la crisis financiera.**

La crisis financiera global, la cual ha llevado a la recesión económica, creciente desempleo y al aumento de la deuda soberana, ha intensificado la preocupación de la sociedad acerca de las excesivas retribuciones de los consejeros. Particularmente, se ha concentrado la atención en el sector que ha sido mayormente responsable de esta crisis, los bancos y otras entidades financieras. Esta intranquilidad tiene tres focos principales.

En primer lugar, ha habido un cambio en la ética y en la práctica bancaria. Parece que los bancos han perdido su papel sirviente original, que era proporcionar un refugio seguro para los depósitos públicos y ayudar a gestionar el riesgo. Los bancos han pasado a pensar en sí mismos como entidades con un papel de creadores de dinero, como negocios independientes más que entidades que dan apoyo a otros negocios.

El resultado es que este sector que se asociaba a un perfil conservador ante el riesgo se relaciona ahora con el perfil opuesto.

En segundo lugar, el desarrollo de este acercamiento al riesgo parece que ha sido motivado por las políticas retributivas aplicadas por los bancos y otras entidades financieras. Si las remuneraciones consisten predominantemente en *bonus* en efectivo que son pagados inmediatamente sin ningún mecanismo de diferimiento y que están basados en una fórmula que relaciona los *bonus* con los ingresos más que con los beneficios que se han ajustado al riesgo, lo que hay son fuertes incentivos para los consejeros que están muy lejos de las políticas conservadoras..

El tercer foco, por último, es la débil relación entre responsabilidad, riesgo y recompensa. Parte de la justificación para otorgar a los consejeros grandes incentivos a la hora de tomar decisiones arriesgadas es que si se llega a probar que el riesgo asumido es erróneo, los consejeros no serán recompensados. Hasta ahora, aunque en algunos casos concretos los *bonus* se han reducido, la regla general es que los consejeros se suele escapar de asumir la responsabilidad de sus propios errores.

Altos cargos en instituciones europeas y del G-20 están de acuerdo en el hecho de que las erróneas estructuras de gobierno corporativo de ciertas organizaciones, su falta de transparencia y la falta de responsabilidad dentro de las entidades han sido causas determinantes en la reciente crisis financiera.

Es ahora, ex - post, cuando se aprecian la cantidad de riesgos que llegaron a asumirse de forma imprudente, los sistemas retributivos mal diseñados que se aplicaban y la composición inapropiada de los órganos colegiados de administración

Como Fred Goodwin mencionó, la crisis financiera de 2008 y la recesión tuvieron un

punto de inflexión. Aquella tolerancia hacia las retribuciones destinadas al fracaso, *bonus* excesivos y hacia cualquier elemento remuneratorio que no pudiese justificarse con la actuación de la compañía alcanzó un mínimo histórico.

Los problemas que se han desarrollado a lo largo del trabajo son, con certeza, el gran desafío para la ética. Establecer una organización ética es el primer paso para establecer planes remuneratorios efectivos. La sensibilidad de cada entidad, la cultura de cada organización empresarial y sus valores son los factores que pueden acabar con el debate que este trabajo plantea.

El *Ethics resource center* (ERC) defiende que el rendimiento ético debería ser uno de los medidores para determinar la compensación. Fundamentalmente, muchos de los problemas están íntimamente relacionados con lapsos éticos. Lo anterior tampoco quiere decir que los consejeros deliberadamente adopten malas conductas. Lo que sí que significa es que la ausencia del enfoque en la ética hace que encuentren más fácil tomar decisiones a corto plazo o mirando únicamente por su bienestar sin prestar atención a las implicaciones del largo plazo ni al bienestar del negocio, de los empleados, de los clientes o de los accionistas. La experiencia del ERC demuestra que los líderes de organizaciones con una cultura ética arraigada se aproximan a tomas de decisiones en contextos en los que no las toman aquellos líderes de compañías con menos énfasis en la ética. En una cultura ética, consideraciones como el largo plazo de la empresa o el bienestar de los trabajadores se traen al frente en la mayoría de las ocasiones.

Las consecuencias de estas malas prácticas van más allá del enriquecimiento de los consejeros. Llevan a objetivos a corto plazo que pueden acabar en estrategias que arruinen el negocio e incluso despidiendo trabajadores.

Las preocupaciones acerca de estas compensaciones son compartidas por muchos miembros de consejos que son los responsables de las estructuras de los paquetes salariales. La *National Association of Corporate Directors* (NACD) de Estados Unidos reportó que el 88% de los consejeros encuestados afirmaron que sus retribuciones son demasiado altas o demasiado altas en comparación con su rendimiento.

Algunas cuestiones que ahora consideramos evidentes son:



- Incentivos especialmente fáciles de conseguir.
- Incentivos que motivaban unas estrategias altamente arriesgadas para conseguir objetivos a corto plazo y sin atender al impacto que podrían tener en el largo plazo en el caso de que fracasasen.
- Paquetes retributivos mal diseñados igualados a los de empresas comparables aunque la compañía estuviese obteniendo menor rendimiento del esperado.
- Incentivos basados exclusivamente en indicadores financieros sin atender a elementos de liderazgo.

John Castellani defiende que esta falta de comportamientos éticos nace de un deseo de obtener resultados a corto plazo, lo que lleva a realizar actuaciones sin sentido.

En la misma línea, Wise, Castellani y Schwartz hablan realmente de ética al establecer diferencias entre lo legal y lo apropiado; la diferencia entre el cumplimiento técnico por exigencia de las normas o el cumplimiento a conciencia creyendo en el espíritu de las normas. “ Eso tiene que salir de la cultura de la compañía”. Comúnmente se refieren a esta idea como “tone at the top”, y es lo que marca la diferencia. Cuando ese tono está mal enfocado, como en el caso Enron, puede calar en la organización y presionar a los trabajadores honestos contra sus mejores instintos. Pero cuando las organizaciones tienen tono ético fuerte en las posiciones altas, los trabajadores trabajarán en equipo para alcanzar el éxito a través de esfuerzos honestos para crear valor y ayudar a la empresa a ganar beneficios siempre dentro de la legalidad.

El ERC considera que en el momento de fijar las políticas retributivas a largo plazo hay que darle un enfoque ético. Las conductas y liderazgo éticos deberían ser el núcleo duro de todos los objetivos a conseguir por los consejeros. Conectar la ética con la recompensa económica motivaría a los administradores a ser más conscientes con su negocio y darían ejemplo a los trabajadores que lideran. Los planes remuneratorios tendrían más éxito en un contexto de culturas éticas puesto que les forzaría a pensar dos veces sobre qué sería lo apropiado y qué es inapropiado para alcanzar los objetivos.

Durante más de tres décadas se ha entendido, de forma general, que parte del trabajo de los altos directivos era “gestionar ganancias”. La sociedad no se ha enfrentado aún a los

aspectos éticos que estas prácticas ensalzan y las consecuencias a largo plazo que la gestión de ganancias engendra.

La gestión de ganancias no significa otra cosa que tomar las acciones correspondientes para maximizar el valor de la compañía a largo plazo. Gestionar ganancias no significa jugar con la percepción de los stakeholders o los stakeholders potenciales, a los que les deben una responsabilidad fiduciaria. Estas son las prácticas que se han ido desarrollando desde hace varios años y se han convertido en prácticas comunes en la cultura de los altos directivos casi sin ninguna discusión o confrontación con los aspectos éticos. De hecho, estas prácticas estaban implantadas en la cultura de la gestión de manera internacional como resultado de la prevalencia de las retribuciones excesivas. Muchos se justifican diciendo que “era la manera en las que se hacían las cosas” y muy pocos se imaginaban haciéndolo de otra forma. Es tiempo de cambiar. El cambio posiblemente tiene que empezar desde el comité de remuneraciones y el Consejo de Administración apostando por la integridad de las organizaciones.

Los cambios que se requieren para conseguir un sistema de remuneraciones equilibrado no serán fáciles de implementar. Habrá numerosos conflictos a nivel corporativo y se equivocarán. Pero es el tiempo de los administradores que miran hacia el futuro y éstos pueden llegar a conseguir una ventaja competitiva enfrentándose a las difíciles decisiones en cuanto a las remuneraciones y gobierno. Es un tiempo en el que las inversiones en la integridad de la organización y sus sistemas generarán beneficios considerables en el corto y largo plazo.

Aquellos administradores sensatos fomentarán estas inversiones porque entenderán que el buen funcionamiento del gobierno de la empresa y su monitorización ayudarán a asegurar un éxito profesional además del personal. La evidencia del daño a la reputación personal además de a la reputación de la empresa son los titulares diarios a nivel mundial.

Las sociedades deberían analizar la posibilidad de establecer un comité ético que supervisara las actividades del Consejo y asesorara en relación a la cultura ética; reclutar consejeros con profundos conocimientos sobre la cultura empresarial ética; establecer incentivos financieros ligados al liderazgo ético; insistir en la transparencia

comunicando claramente los paquetes retributivos y otras decisiones corporativas fundamentales porque la transparencia en sí motiva los comportamientos éticos.

Los comportamientos moralmente reprochables a gran escala sólo ocurren si el liderazgo organizacional cierra los ojos. No se trata de un caso puntual reducido a unas pocas compañías, ni siquiera se circunscribe sólo a España; se trata de una tendencia que está presente en la esencia de una cultura del *bonus*. Por lo tanto, el éxito está en reconocer que todos nosotros tenemos una responsabilidad y un deber en su conjunto.

Como Patricia J. Harned dijo: “ Ahora mismo estamos en una burbuja ética pero que no durará mucho a menos que todos ayudemos a que permanezca. La historia prueba que cuando los tiempos son difíciles, la ética mejora.” (Harned, 2010)

## 6. Conclusiones

La remuneración de los consejeros es una preocupación actual para todos los inversores. La expectativa de todos los accionistas e inversores es que la remuneración sea suficiente como para atraer y retener a los consejeros necesarios para dirigir la empresa con éxito; y que esta remuneración está correlacionada con el rendimiento individual y corporativo. Ahora que los detalles sobre estas remuneraciones se han desglosado, son éstas susceptibles de tener un impacto tanto en la reputación de la compañía como en la moralidad de la misma.

En primer lugar, considero que antes de intentar resolver estos problemas hay que entender la raíz de los mismos. La raíz no creo que sea que todos los consejeros se hayan vuelto unos estafadores de repente sino que estaban rodeados de una opacidad que ocultaba el sistema a través del cual se les compensaba a todos los accionistas. Muchos consejeros delegados y consejeros han sido sobrevalorados y muchos Consejos de Administración se han adentrado en un círculo vicioso en el que sólo se tiene en cuenta el valor bursátil dejando a un lado los valores y la cultura de la sociedad. Es lo que llamó Jensen (2002) “agency costs of overvalued equity”. Este coste procede de incentivos dañosos que hacen que el *equity* de la compañía esté sobrevalorado. El *equity* está sobrevalorado cuando el precio de la acción de la compañía es superior al valor subyacente. Por definición, una empresa con un *equity* sobrevalorado no va a ser capaz de cumplir las expectativas del mercado con sus actuaciones. Esta sobrevaloración ha sido también un error del mercado. La sociedad tiende a sobrevalorar lo que es nuevo pero, en este caso, la catastrófica sobrevaloración ha sido el resultado de una no información.

Al final, la única solución a los problemas de agencia por un *equity* sobrevalorado es tener un sistema de gobierno corporativo efectivo. Hemos sido testigos de un fracaso masivo en el que los Consejos de Administración no han sido capaces de acabar con la corrupción y la asociada destrucción del valor de la empresa. Muchos académicos han avisado a lo largo de los pasadas décadas de que los sistemas de Gobierno Corporativo eran inadecuados.

La remuneración necesitada para atraer y retener a los consejeros debería ser determinada en su mayoría por el mercado. Para compañías multinacionales el mercado es global. El Consejo de Administración, a través del Comité de remuneraciones, es el que debe estar cualificado para juzgar el nivel apropiado; los inversores tienen derecho a esa información que les permite juzgar cuándo la remuneración es apropiada y si la estructura del paquete remuneratorio alinea los intereses de los consejeros y los de los accionistas.

Normalmente, los niveles de remuneración se establecen con la ayuda de comparaciones con otras compañías. Hay que tener cuidado en este aspecto, pues pocos comités de remuneración querrán recomendar salarios por debajo de la media. Existe el peligro de que el uso de estas comparaciones lleve al alza las remuneraciones sin que se corresponda con una mejora en el rendimiento corporativo.

Además, los comités de remuneración deberían adoptar una visión mucho más amplia y tener en cuenta las condiciones de empleabilidad de la compañía cuando vayan a incrementar los salarios de los consejeros. Hay que reconocer que el desglose de las remuneraciones de cada consejero ha llevado a una creciente presión en cuanto a la remuneración de manera competitiva.

Estoy de acuerdo con la visión general de que la mayor parte de la remuneración de los consejeros debería estar ligada a su rendimiento en la compañía, tanto a través de los *bonus* anuales como de los planes de incentivo a largo plazo. Además, estoy convencida de que el éxito del esquema de remuneraciones para estimular el rendimiento depende no tanto del tipo de esquema escogido como del grado de detalle del diseño, las empresas con las que se comparen, el beneficio por acción y la relación cuantitativa entre el rendimiento objetivo y los niveles de beneficio.

Uno de los temas que, a parte de los que se han tratado, considero muy relevante/preocupante es la falta de responsabilidad civil y penal de los gestores. En mi opinión, puede ser cierto que para la retención del talento muchas veces haya que recurrir a altas remuneraciones pero creo que cada entidad debería establecer sus

propios límites pues podrían entrar en el campo de la ilegalidad al constituir delitos fiscales y de apropiación indebida. Desde el punto de vista fiscal, constituyen un sobresueldo no declarado ante la Agencia tributaria y, desde el punto de vista societario, deberían ser nulas por no estar contempladas en los estatutos sociales.

Ante esta situación, muchos exigen al FROB que promueva en nombre de la sociedad el ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 949 C.Com) contra todos los administradores que perciban remuneraciones ilícitas por el daño causado con su mala gestión a la entidad.

Una buena solución al problema, y tal y como propone el Banco Central Europeo, sería exigir el control de los sueldos de los consejeros de la banca europea. Esta decisión no es casual y viene motivada por el hecho de que muchas entidades que recibieron ayudas públicas se han saltado las restricciones impuestas por los reguladores nacionales y la propia Comisión Europea. La Autoridad Bancaria Europea (EBA) quiere evitar prácticas como las que detectó la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el informe sobre retribuciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. La CNMV advertía de que, “en general”, los consejeros ejecutivos de las compañías con mayor capitalización bursátil tienen remuneraciones más elevadas y no se percibe una conexión directa entre los resultados de las compañías y el nivel de retribución de los consejeros ejecutivos. (Gallego, 2015)

Otra cuestión que personalmente considero de suma importancia y que creo que podría llegar a explicar en cierta manera estas excesivas remuneraciones tiene que ver con la elección de los consejeros y la independencia del consejo.

Si echamos un vistazo a los consejos de administraciones de las cotizadas están los mismos en todas las sociedades y estas sociedades tienen mucha vinculación con los políticos.

Es lo que llamó Jesús Alfaro, Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad Autónoma de Madrid, como “capitalismo compadre” en el desayuno organizado por Compromiso Empresarial. A modo de ejemplo, citó lo sucedido con Enagás, sociedad en la que se nombraron cinco consejeros a propuesta de la SEPI que mantiene en la sociedad una participación del 5%, todos ellos procedentes de la política. (Alfaro)

A mi parecer, no existe una conclusión general acerca de los elementos que deben conformar el paquete de remuneraciones sino que creo que se debe dejar al comité de remuneraciones la tarea de diseñar el mismo estableciendo objetivos realistas pero a la vez motivadores y alineando los intereses de los consejeros e inversores.

Lo que urge es que los comités de remuneraciones, a la hora de elegir el esquema de remuneraciones apropiado a las circunstancias de su compañía, apliquen un juicio informado y estén preparados para explicar a los inversores el porqué de los paquetes retributivos. Es crucial que se aseguren de que las recompensas no sean excesivas.

Cada comité deberá ser el que recomiende la proporción de cada uno de los elementos que conforman el paquete retributivo.

Además, el órgano supervisor puede y debe hacer más; necesitamos que las recomendaciones de buen gobierno, aun no teniendo carácter normativo, tengan alguna consecuencia si llegaran a incumplirse, que la CNMV tenga competencia para impulsar su cumplimiento.

Todo esto plantea un asunto de desequilibrio social muy peligroso, de ruptura del contrato social, con todo lo que esto implica en relación a la desestructuración de la sociedad.

Creo que este es un asunto muy importante, y sobre el que las propias empresas y directivos deben reflexionar seriamente antes de autorregularse. Creo que las altas remuneraciones son, por supuesto, defendibles pero que las remuneraciones estratosféricas son altamente cuestionables.

## 7. Bibliografía

Alfaro, J. (s.f.). Obtenido de Derecho Mercantil España: <http://derechomercantilesana.blogspot.com.es/2014/04/que-es-el-capitalismo-de-compadres.html>

boards, F. C. (2011). Obtenido de <http://www.frc.org.uk/press/pub2574.html>

BURGESS, K. y. (4 de mayo de 2012). Boards wake up to a shareholders spring. *Financial Times* .

Ezzamel, M. &. (1998). *The Academy of Management Journal*.

Fernández-Armesto, J. (s.f.). Obtenido de Jfarmesto: [http://www.jfarmesto.com/UserFiles/jfarmesto/articulos\\_periodisticos/2006-DeOlivenciaaContheII.pdf](http://www.jfarmesto.com/UserFiles/jfarmesto/articulos_periodisticos/2006-DeOlivenciaaContheII.pdf)

Fundación de Estudios Financieros. (1998). *Informe Olivencia. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Madrid.

GARRIGUES. (2015). *La CNMV presenta el nuevo Código de Buen Gobierno para las Sociedades Cotizadas*. Madrid.

Gerard, P. (2006). *Performance and Reward: Managing Executive Pay to Deliver Shareholder Value*.

Gosling, T. (2012). *Executives don't value their pay plans - PwC and LSE study*.

Green, S. (2009). *Good Value: Reflection on money, morality and an uncertain world*.



Gregory Smith, I. a. (2012). *The Executive Labour Market at Work*. University of Edinburgh Business School.

Harned, P. (25 de marzo de 2010). *Ethics Resource Center*. Obtenido de <http://www.ethics.org/ethics-today/0310/pat-column.html>

IESE. (s.f.). Obtenido de <http://web.iese.es/RTermes/acer/files/BuenGobierno.pdf>

Ilustre Colegio de Abogados de Madrid. (2014). Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo. Madrid.

Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

Kolb, R. W. (2006). *The Ethics of Executive Compensation*.

*Ley de Sociedades de Capital*. (2015). Obtenido de Noticias Jurídicas: [http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Privado/rdleg1-2010.t6.html#a217](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t6.html#a217)

Main, B. G. (2008). *Corporate Governance - An International Review* (Vol. 3).

Means, B. a. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*.

Milgrom, G. J. *Distributive Justice and CEO Compensation*.

O'Reilly, C. A. (2010). *Industrial and Corporate Change* (Vol. 3).

PricewaterhouseCoopers. (2009). *Executive Compensation & Corporate Governance*.

Report, I. (2011). *The High Pay Commission, More for Less: what has happened to pay at the top and does it matter?*

SMITH, D. (7 de marzo de 2012). Breeding the culture of greed: behind big banking bonuses in the UK. *Economy Watch* .

Terry, J. (13 de mayo de 2012). *El País* .

Zagelmeyer, T. S. (1998). *Board level representation in Europe*. European Industrial Relations Observatory.