

Trabajo Fin de Grado

Efecto de las modificaciones regulatorias en las comisiones de nombramientos y retribuciones y en las remuneraciones de las sociedades cotizadas.

The effects of the regulatory amendments in the Appointments and Remunerations Committee and in the compensations of the listed companies.

Autora

Marta Ramos Gómez

Director

Javier García Lacalle

Facultad de Economía y Empresa

2017-2018

Resumen

Numerosos trabajos han analizado el impacto de la organización y composición del consejo de administración en las remuneraciones percibidas por los consejeros ejecutivos. Este trabajo tiene por objeto estudiar la evolución de la comisión de nombramientos y retribuciones y de las remuneraciones percibidas por los miembros del consejo de administración. En concreto, analiza cómo las sociedades cotizadas han adoptado e implementado los cambios legislativos y las recomendaciones de los códigos de buen gobierno en las cuestiones objeto de estudio. Posteriormente, se estudia la existencia de una variación conjunta significativa entre las distintas variables consideradas. Todo ello se ha llevado a cabo a través de los datos publicados por la CNMV para los años 2013, 2014, 2015 y 2016 de las sociedades cotizadas del mercado continuo. Se podrá comprobar cómo se incrementó la participación de los consejeros independientes en la comisión de nombramientos y retribuciones. Pero, los resultados sugieren, en contra de lo esperado, que no lleva consigo cambios en la estructura cualitativa de la retribución.

Abstract

Many studies have analysed the impact of the organization and of the Board of Director's composition in the remunerations received by CEO. The target of this research consists on a study about the evolution of the Appoitments and Remunerations Committee and the compensation that the members of its board receive. Specifically, it analyses how the listed companies have adopted and implemented legislative changes and the recommendations of the “codes of good coorporate governance” in what is related to the main issues. Subsequently, it is studied the existence of a combined significant variance among the distinct considered variables. This work has its bases on the information published by the National Securities Marketing Commision (CNMV) in 2013, 2014, 2015 y 2016 of the listed companies on the continuous market. It will be shown how the participation of the executive independents directors in the appointment and remuneration committee was increased. However, the results suggest, counter to expectations, that it doesn't entail changes to the qualitative structure of the remuneration.

ÍNDICE

1. Introducción.....	3-4
2. El buen gobierno corporativo en las remuneraciones del consejo.....	5-9
2.1. Teoría de la agencia.....	5-6
2.2. Literatura académica sobre gobierno corporativo y remuneraciones.....	6-9
3. Evolución legislativa y de los códigos de buen gobierno en las comisiones de nombramientos y retribuciones en las sociedades cotizadas.....	9-13
3.1. Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de junio de 2013.....	9-10
3.2. Marco jurídico vigente: la Ley 31/2014.....	10-12
3.3. Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de febrero de 2015 (CBG).....	12-13
4. Investigación.....	13-28
4.1. Muestra y metodología.....	13-15
4.2. Análisis de resultados.....	17-28
4.2.1. Sobre la comisión de nombramientos y retribuciones.....	15-21
4.2.2. Sobre las remuneraciones.....	21-25
4.2.3. Análisis de correlaciones.....	25-28
5. Discusión.....	28-30
6. Conclusiones.....	31
Bibliografía.....	32-33

1. Introducción

Presentación del trabajo

Las remuneraciones percibidas por los consejeros delegados de las sociedades cotizadas y entidades financieras no es solo objeto de estudio jurídico y económico, sino que tiene un importante impacto mediático. En este sentido, se pueden encontrar con frecuencia noticias¹ en la prensa económica que abordan este tema cuestionando la desproporción de su cuantía.

Según la teoría de la agencia, la remuneración se configura como un instrumento idóneo para alienar los comportamientos de los gestores, administradores, con los intereses de los accionistas, los propietarios. Si bien, son los propios administradores los que diseñan y deciden el entramado complejo retributivo, como ocurre en nuestro ordenamiento jurídico. Por ello, para evitar actuaciones desviadas de los intereses de los propietarios es necesario implementar mecanismos de control. Entre ellos, la comisión de nombramientos y retribuciones, en adelante, CNR, se configura como un mecanismo de control ampliamente aceptado y de obligada existencia entre las sociedades cotizadas.

En el trabajo las variables objeto de estudio, que se consideran reflejo de un mayor control por parte de los accionistas, se centran en la estructura y composición de la comisión de nombramientos y retribuciones y, por otra parte, las remuneraciones.

Objetivos generales y específicos

Este trabajo analiza cómo las sociedades cotizadas han adoptado e implementado en su estructura y funcionamiento los cambios normativos y las recomendaciones de los códigos de buen gobierno, basadas en el principio de cumplir o explicar², en relación con CNR y las retribuciones de los consejeros ejecutivos. Para ello se ha procedido a analizar las remuneraciones de estos consejeros y la composición de las CNR de las sociedades cotizadas en los años 2013, 2014, 2015 y 2016. En este periodo se han producido distintos cambios, que afectan a las sociedades cotizadas en los aspectos mencionados y, por tanto,

¹ <http://www.expansion.com/empresas/banca/2018/01/12/5a5880cd46163f4b078b45d4.html>
<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2018/01/09/5a547976ca474125318b4571.html>

² Este principio se definió en España por primera vez en el Informe de la Comisión Aldama de enero de 2003. Bajo este principio se reconoce el amplio margen de autonomía de las sociedades para estructurar la organización y funcionamiento de sus órganos de gobierno. Sin embargo, cuando estas se aparten de las recomendaciones de buen gobierno corporativo, debe ofrecer una explicación detallada y motivada de su decisión para que el mercado pueda valorarlas adecuadamente.

permiten observar tanto el grado de cumplimiento como la velocidad de adaptación. Así, gracias a la información de los años 2013 y 2014, podemos comprobar el grado de adopción de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de febrero de 2013 y el tiempo de adaptación. En 2015, entró en vigor la Ley 31/2014, con importantes modificaciones en la materia. Por tanto, al comparar los datos correspondientes a los años 2014 y 2015, podemos comprobar si las sociedades cumplen o no con el marco jurídico obligatorio. Finalmente, comparar el año 2016 con el 2015 nos permite observar la adaptación a las recomendaciones del código de buen gobierno en su versión de 2015.

Por otro lado, con este trabajo también se ha pretendido estudiar, si conforme a las recomendaciones de buen gobierno corporativo, existe una relación entre una mayor presencia de consejeros independientes en la CNR y la retribución de los consejeros ejecutivos, en concreto, una mayor importancia de la retribución a largo plazo. No ha sido objetivo de este trabajo analizar la posible relación de causalidad entre ambas magnitudes.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publica anualmente un informe sobre las remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas³. Sin embargo, en estos documentos, este organismo se limita a una descripción de las remuneraciones por sectores y los principales criterios retributivos utilizados por las sociedades cotizadas. En este trabajo, las bases de datos que han servido para realizar estas descripciones, son usadas como fuente de datos para realizar un estudio que va más allá de la “mera presentación” de los datos.

Estructura del trabajo

De acuerdo con estos objetivos, el trabajo se estructura como sigue. A continuación, se enmarca la cuestión dentro de la teoría de agencia y se presenta literatura en materia de buen gobierno corporativo. En el apartado tres, se revisa la evolución legislativa y de buen gobierno en CNR y remuneraciones de los consejeros ejecutivos. El diseño de la investigación, que incluye una descripción de la metodología utilizada y variables empleadas en el estudio, se presenta en el apartado cuarto. Como apartados finales se muestran los resultados obtenidos, se discuten los mismos y se presentan las principales conclusiones de la investigación.

³ Disponible para los años 2013,2014,2015 y 2016 en la página web de la CNMV <https://www.cnmv.es>

2. El buen gobierno corporativo en las remuneraciones del consejo

2.1. Teoría de la agencia

Siguiendo al profesor SALAS FUMÁS, V. (1996), la relación de agencia se refiere a una transacción en la que una persona, denominada, agente, presta servicios a favor de otra, el principal, a cambio de una contraprestación en las siguientes condiciones:

- Existe conflicto de objetivos, principal y agente no comparten mismos objetivos, sino que cada uno de ellos pretende maximizar su utilidad. En el caso de la empresa, los accionistas tienen como objetivo maximizar su inversión mientras que el consejero pretende la buena marcha de la organización.
- Existe objetivo de grupo. Principal y agente no se encuentran en la misma posición, sino que existe una relación de subordinación. El principal impone un objetivo de grupo.
- La información es asimétrica. Las partes de esta relación no disponen de la misma información. El principal no puede observar las acciones de la agente una vez iniciada la relación contractual. En el marco de esta relación, el accionista no puede supervisar el comportamiento de los administradores, de los consejeros.

Desde esta teoría, la remuneración se configura como un instrumento idóneo para alienar los comportamientos de los gestores, administradores con los intereses de los accionistas, los propietarios (Fernández Méndez y otros, 2012). En otras palabras, la retribución permite a las empresas captar y retener el mejor talento, de forma que aquellos beneficios que puedan obtener por desarrollar comportamientos oportunistas sean inferiores al coste de oportunidad entendido como la pérdida de tales compensaciones. Sin embargo, la elaboración y diseño de las políticas retributivas y su posterior implantación es una cuestión problemática en el seno de cualquier sociedad. Todo ello se complica si, además, son los propios consejeros los que determinan su propio sistema retributivo. Ante esta evidencia, se plantea el dilema de si la configuración de las políticas retributivas está orientada a cumplir una función disciplinaria o, por el contrario, es el reflejo de los comportamientos oportunistas de los administradores (Fernández Méndez y otros, 2012). Por ello, para evitar actuaciones desviadas de los intereses de los propietarios es necesario implementar ciertos mecanismos de control. En definitiva, se puede concluir que es necesario la incorporación de ciertos mecanismos de supervisión

del consejo de administración sobre el establecimiento y aplicación del nivel retributivo de los consejeros, para que estos no puedan utilizar su poder en detrimento de la sociedad (Manzanaque y otros, 2011).

2.2. Literatura académica sobre gobierno corporativo y remuneraciones

La literatura que ha trabajado estas cuestiones fundamentan sus estudios en el razonamiento común de que ‘buenas’ estructuras de gobierno corporativo favorecerán una mejor salvaguardia de los intereses de los accionistas y tendrán su reflejo en políticas retributivas caracterizadas por una mayor moderación salarial, una mayor vinculación a los resultados empresariales y una menor incidencia en los elementos retributivos discretionales (Arrondo y otros, 2008; Manzanaque y otros, 2011). Para esta investigación se parte de las investigaciones de Manzanaque y otros (2011) sobre la influencia de las características del consejo de administración y de la concentración empresarial sobre los niveles retributivos del personal directivo, así como de Arrondo y otros (2008) sobre la influencia de la estructura del gobierno corporativo.

En concreto, Manzanaque y otros (2011) citando los estudios de Kren y Kerr (1997), Conyon y Peck (1998), Sánchez y Lucas (2008), consideran que las características de la estructura del consejo de administración, entre otras, tamaño, número de consejeros externos, participación accionarial, resultan relevantes para explicar el nivel de remuneración. De su estudio, concluyen que el control ejercido por los miembros del consejo sobre la retribución del personal directivo depende, entre otras, de la ratio de consejos externos, de la participación accionarial y del tamaño de la empresa. En concreto, estos autores afirman llegar a las mismas conclusiones de Conyon y Peck, quienes encuentran una relación negativa entre el número de consejeros externos y el nivel retributivo. También la participación accionarial evidencia una relación negativa, indicando para estos autores que un mayor porcentaje de acciones en manos del consejo se asocia a menores niveles retributivos. Aunque no ocurre así con el tamaño del consejo que tiene un efecto positivo.

Por otro lado, respecto a Arrondo y otros (2008) analizan la influencia de la estructura de gobierno sobre las remuneraciones. Para su estudio, tienen en cuenta, con cita expresa, las investigaciones realizadas por Westphal y Zajac (1995) cuya conclusión no aprecia que la remuneración del máximo ejecutivo sea significativamente distinta en función de la proporción de consejeros externos en el consejo. También muestran la discrepancia existente en la literatura sobre la influencia de la existencia de comisiones

delegadas con citas a diversos trabajos, entre otros, Yermarck (1997) que afirma que en aquellas sociedades en las que existe una comisión de remuneraciones más independiente se observa una menor tendencia a entregar a los directivos opciones sobre acciones. En cambio, Anderson y Bizjak (2003) no corroboran la existencia de relación entre este tipo de comisiones y las retribuciones de los directivos.

Siguiendo con el estudio de Arrondo y otros (2008), resulta especialmente interesante su análisis sobre los distintos tipos de remuneración. Así, diferencia entre la remuneración total, el porcentaje de remuneración variable y otras remuneraciones que incluyen opciones sobre acciones, aportaciones a planes y fondos de pensiones, etc. En relación a la remuneración total, estos autores concluyen que no se observa una relación significativa con aspectos del gobierno corporativo como la concentración de la propiedad, la participación accionaria o la existencia de una CNR. En cambio, la presencia de consejeros ejecutivos favorece niveles de remuneración más elevados. En el análisis del porcentaje de la retribución variable, estos autores concluyen que la presencia en este órgano favorecería la aplicación de una política retributiva con mayor presencia de retribución variable. Esta misma relación se observaría con la presencia de consejeros ejecutivos en el consejo. Respecto a esas otras remuneraciones, se observan que la presencia de una CNR tiene un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre la cuantía de estas remuneraciones.

Hasta ahora, únicamente se ha hecho referencia a la influencia de la estructura y composición del consejo de administración en la remuneración de los consejeros ejecutivos. Sin embargo, hay que tener en cuenta, que son los propios consejeros los encargados de elaborar y determinar sus propias retribuciones. En este caso, es evidente el conflicto de intereses que se plantea. Por ello, para intentar paliar la aparición de comportamientos oportunistas, desviados de los intereses de los accionistas, los códigos de buen gobierno han recomendado la creación de una comisión especializada en el seno del consejo de administración encargada del diseño de la política retributiva. Si bien, en esta misma línea, se recomienda que dicha comisión esté formada por consejeros externos no vinculados a los intereses de los consejeros ejecutivos. Principalmente, con carácter genérico, los códigos de buen gobierno recomendaban que estas comisiones estuvieran formadas por consejeros externos y ningún consejero ejecutivo que pudiera influir en la elaboración del paquete retributivo.

En teoría, la creación de esta comisión constituye una medida adecuada para evitar que posibles conflictos de intereses interfieran en el diseño de las políticas retributivas (Fernández Méndez, 2012). La implementación de este nuevo órgano en el seno del consejo de administración constituye, a priori, un mecanismo de contención y mitigación de las elevadas y desproporcionadas remuneraciones fijadas por los propios consejeros en pro de su interés. Es de esperar que favorezca una mayor contención salarial, así como una mayor composición cualitativa de la retribución variable vinculada a los resultados y evolución de la sociedad. En concreto, otorgar mayor importancia relativa a este concepto retributivo frente a la retribución total percibida permite alinear los intereses de socios y administradores. De esta forma, la retribución del consejero ejecutivo se vincula a la buena marcha de la sociedad, fin último de todo accionista.

Por ello, es necesario dotar de ciertas garantías la composición de esta comisión para que pueda cumplir con su papel supervisor eficazmente (Fernández Méndez, 2012). De un lado, esta comisión debe configurar la política retributiva libre de interferencias, es decir, que sea independiente respecto a los consejeros ejecutivos. Y, por otro lado, hay que garantizar el seguimiento de sus informes y decisiones por parte del consejo, o, dicho de otra forma, constituir CNR con una importante participación accionarial. Sin embargo, la evidencia empírica no se muestra concluyente con esta afirmación. A este respecto, Anderson y Bizjak (2003) no obtuvieron evidencia suficiente sobre la relación entre el grado de independencia de la CNR y la remuneración de los consejeros ejecutivos. A esta misma conclusión llegan Gregory-Smith (2012) y Fernández Méndez y otros (2012). En su investigación, estos últimos autores alcanzan interesantes y sorprendentes conclusiones, en contra de lo esperado: (i) el incremento de independientes en esta comisión no reduce la retribución; (ii) una mayor representatividad de la CNR en términos comparativos respecto al consejo incrementa la retribución de los ejecutivos; (iii) advierten la existencia de una relación negativa entre la presencia del máximo ejecutivo y la remuneración de los consejeros ejecutivos. E incluso, Gregory-Smith (2012) finaliza su estudio señalando que sería mejor que académicos y legisladores centraran su atención en otros puntos, en materias distintas a establecer y garantizar la independencia en el proceso de fijación y determinación de la remuneración de los ejecutivos.

Con todo lo expuesto hasta ahora, y considerando que, aunque en nuestro país, es el consejo el encargado de fijar la retribución de los consejeros ejecutivos, se encomienda a la CNR importantes facultades en esta materia, he centrado mi estudio en analizar la

composición de esta CNR y observar una posible variación con las retribuciones conforme aumenta su grado de independencia.

3. Evolución legislativa y de los códigos de buen gobierno en las comisiones de nombramientos y retribuciones en las sociedades cotizadas.

La constitución obligatoria de la CNR en el seno del consejo de administración (a partir de ahora, CA) se introdujo por primera vez con la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Si bien, en materia de buen gobierno corporativo, el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2006 (CUBG, 2006) ya aconsejaba la conveniencia de contar con una CNR que estuviera formada exclusivamente por consejeros externos con un mínimo de tres miembros, presidida por un consejero independiente (Recomendación 44) y formada por mayoría de independientes.

En materia retributiva, el régimen anterior a la reforma operada por la Ley 31/2014 se centraba principalmente en establecer los límites legales para la remuneración mediante participación en beneficios y entrega de acciones. Sin embargo, el Código de buen gobierno de 2006 (CBG, 2006) hacía especial énfasis en cuestiones de transparencia, y recomendaba que la retribución variable ligada al rendimiento de la sociedad, entrega de acciones, se ciñese a la remuneración de los consejeros ejecutivos (Recomendación 36). Esta recomendación pretendía alinear los intereses de estos consejeros con los de los accionistas, de forma que parte de los emolumentos que perciban dependan de la riqueza generada por la sociedad. Respecto a la retribución de los consejeros externos (los no ejecutivos), se recomendaba que fuera la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo requiere; pero no tan elevada como para comprometer su independencia (Recomendación 37).

3.1. Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de junio de 2013 (CUBG)

Con la misma tendencia que el anterior Código, el CUBG de 2013 seguía recomendando la constitución de la CNR en el CA, o bien dos separados, (en concreto, la Recomendación 39). En relación a su composición, esta misma recomendación, recogiendo lo dispuesto en el Código de 2006, aconsejaba: (i) que estuviera compuesta exclusivamente por consejeros externos (es decir, por consejeros no ejecutivos); (ii) que contase con un mínimo de tres miembros (se entiende que, con independencia del número

de miembros del consejo); (iii) que el presidente o presidentes fuesen independientes; y (iv) que estuviera formada por mayoría de independientes (Recomendación 49). En materia de retribuciones, el CUBG de 2013 no introduce ninguna novedad respecto al anterior Código.

3.2. Marco jurídico vigente: la Ley 31/2014

La Ley 31/2014 introdujo importantes novedades en las cuestiones que son objeto de este trabajo. En relación a la CNR, y únicamente para las sociedades cotizadas estableció la obligación legal de constituir esta comisión en el seno del CA (art. 529 terciedies del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, en adelante, LSC). Para regular su composición, el legislador parte de las recomendaciones ya recogidas en el código de buen gobierno de 2013. Así, de acuerdo con el primer apartado del art. 529 quindecies LSC, la comisión estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos (es decir, siguiendo las categorías de consejeros enumeradas en el art. 529 duodecies LSC, estará formada por dominicales, independientes y otros externos). Este mismo artículo señala que, al menos, dos de los miembros de esta comisión deben ser independientes. Sin embargo, no se establece un número mínimo de miembros de la comisión. Por lo que, al introducirse la locución “al menos” puede considerarse que como mínimo esta comisión debe contar con tres miembros. Estas obligaciones, de acuerdo a la Disposición Transitoria de la Ley 31/2014, entran en vigor a partir del 1 de enero de 2015, debiendo ser acordado lo dispuesto en ellos en la primera junta general. Por tanto, en el Informe Anual de Gobierno Corporativo correspondiente al año 2015 deberán observarse cambios para adaptarse al nuevo marco legal.

Entre las funciones asignadas a esta comisión, destaca el apartado 3.g del art. 529 quindecies LSC, le compete a la comisión elaborar una propuesta de la política de remuneraciones. Si bien, la competencia final para la redacción de esta corresponde al consejo. Sin embargo, junto a esta propuesta “final”, la comisión debe presentar un informe a la junta. Además, tiene como función, proponer al consejo la retribución individual y demás condiciones contractuales de los consejeros ejecutivos.

En materia de retribuciones, se puede distinguir a partir de la entrada en vigor de la Ley 31/2014, dos regímenes remuneratorios distintos. Por un lado, la retribución en su condición de tal se encuentra presidida por el carácter necesariamente retribuido. Para ello, los estatutos deben establecer los concretos conceptos retributivos del cargo

cumpliendo con el principio de reserva estatuaría al que se encuentre sometida (art. 217.1 LSC).

Junto a esta retribución, el consejero delegado recibe por vía contractual otra remuneración por el desempeño de funciones ejecutivas. Esta retribución se regula para las sociedades de capital en el art. 249 apartados tercero y cuarto LSC y para las sociedades cotizadas debe acudirse también al art. 529 octodecies LSC. En estos casos, es necesaria la celebración de un contrato entre la sociedad y el miembro del consejero al que se le hayan encomendado funciones ejecutivas. La retribución que reciba el consejero delegado por el desarrollo de estas funciones ejecutivas deberá concretarse en este contrato entre el consejero y el consejo.

En las sociedades cotizadas, la remuneración de los consejeros deberá adecuarse a la política de remuneraciones (art. 529 octodecies LSC). Dicha política deberá ser aprobada por la junta, al menos cada tres años, (art. 529 novodecies LSC); si bien su elaboración corresponde al consejo. Este deberá elaborar una propuesta, acompañada por un informe de la comisión de nombramientos y remuneraciones, para que sea posteriormente votada por la junta. La junta únicamente puede aprobar o rechazar la política remuneratoria⁴ en su conjunto. Es decir, en las sociedades cotizadas se ha garantizado cierto grado control *ex ante* por los socios, aunque sea de manera indirecta.

En estas sociedades existe un instrumento que permite conocer el importe de ambas retribuciones: el informe anual sobre remuneraciones (art. 541 LSC). Este informe deberá ser elaborado anualmente por el consejo incluyéndose, de forma completa, clara y comprensible, la aplicación de la política de remuneraciones sobre el ejercicio económico cerrado y las remuneraciones individuales devengadas por todos los conceptos por cada consejero. Posteriormente, deberá someterse a votación en la junta con carácter consultivo. En el caso de que dicho informe obtenga una mayoría negativa, la política de remuneraciones aplicable al ejercicio siguiente deberá ser aprobada por la junta antes de su aplicación (art. 529 novodecies 4. LSC). En definitiva, este informe garantiza

⁴ Este documento debe incluir, como mínimo, respecto a las remuneraciones en su condición de tal (art 529 septdecies LSC): (i) determinación de esta remuneración; (ii) el importe máximo anual a satisfacer a todos los consejeros por esta condición. Y respecto a la de los consejeros ejecutivos (529 octodecies LSC): (i) la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el período al que la política se refiera; (ii) los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables. Respetando estos límites, el consejo deberá proceder a negociar el sistema retributivo con cada consejero ejecutivo de manera individual.

información y transparencia, pero su función de control se limita a las remuneraciones de los siguientes años.

Por otro lado, hay que señalar que para la fijación de ambos tipos de retribución resultan aplicables las referencias establecidas en el art. 217.4 LSC. La primera parte de este artículo introduce un criterio de la proporcionalidad de la retribución en relación a los siguientes parámetros: (i) la importancia de la sociedad; (ii) la situación económica que tuviera en cada momento; y (iii) los estándares de mercado de empresas comparables. La segunda parte del art. 217.4 LSC, establece que el sistema de remuneración deberá; (i) promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad; (ii) evitar la asunción excesiva de riesgos; y (iii) evitar la recompensa de resultados desfavorables.

3.3. Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de febrero de 2015 (CBG)

Tras la entrada en vigor de la Ley 31/2014, la CNMV publicó un nuevo código de buen gobierno corporativo. Una de las principales novedades que presenta este código es un cambio de estructura respecto a los anteriores. En concreto, se distingue entre principios, de carácter general y que inspiran las recomendaciones, con un contenido más concreto y específico.

Respecto a la CNR, la Recomendación 48 aconseja que en las sociedades con elevada cotización fuesen dos comisiones independientes. Si bien, no establecía a partir de qué parámetro o valor, quedando al arbitrio de cada sociedad crear una o dos comisiones. Respecto a la composición, la Recomendación 47 aconseja que la mayoría de sus miembros sean independientes. Esta última recomendación supone un cambio significativo tanto de la ley como del anterior código, ya que no recomienda un número mínimo de miembros ni de consejeros independientes, sino que establece una proporción de esta categoría respecto al número de miembros presentes en la comisión.

En relación a los criterios para la fijación de la retribución, de nuevo, se señala la importancia de la retribución variable de los consejeros ejecutivos (Recomendación 56). Además, hace especialmente incidencia en que la remuneración variable a largo plazo no esté vinculada a hechos puntuales, sino que permita remunerar el rendimiento continuado durante un periodo de tiempo suficiente para apreciar la contribución del consejero ejecutivo a la creación sostenible de valor (Recomendación 58).

Tabla 1. Cuadro resumen de modificaciones en materia de CNR

CUBG 2013	<ul style="list-style-type: none"> - Compuesta exclusivamente por consejeros externos - Mínimo de tres miembros - El presidente fuese independiente - Mayoría de independientes
LSC 2014	<ul style="list-style-type: none"> - Constitución obligatoria de la CNR - Formada exclusivamente por consejeros no ejecutivos - Al menos, dos independientes
CBG 2015	<ul style="list-style-type: none"> - Mayoría de miembros independientes

4. Diseño de la investigación

4.1. Muestra y metodología

La investigación llevada a cabo se ha realizado a partir de los datos publicados por la CNMV para los años 2013, 2014, 2015 y 2016 de las sociedades cotizadas que forman parte del mercado continuo. En concreto, este organismo publica anualmente un informe sobre las sociedades cotizadas en España que contiene, entre otros aspectos: las remuneraciones percibidas por los miembros del consejo de administración detallando distintos conceptos retributivos (sueldos y salarios, remuneración a corto plazo, a largo plazo, aportaciones a planes de pensiones, entre otras)⁵ y datos en relación a la estructura y organización de cada sociedad cotizada (número de miembros del consejo de administración, distribución porcentual por condición de consejeros, número de consejeras, porcentaje de cada tipo de consejero en las distintas comisiones, etc.,)⁶.

Con las necesarias adaptaciones, se ha construido una base de datos que unifica y organiza la información disponible. En primer lugar, se seleccionaron las variables objeto de análisis: (i) porcentaje de participación de consejeros independientes en la CNR; (ii)

⁵ Disponible en el siguiente enlace *online*: <http://cnmv.es>

⁶ Disponible en el siguiente enlace online: <http://cnmv.es/Portal/Publicaciones/Estadisticas-GC-Cotizadas.aspx>.

porcentaje de participación de consejeros ejecutivos en la CNR; (iii) porcentaje de participación de consejeros dominicales en la CNR. Para el análisis de la retribución se ha incluido en la base de datos la retribución fija, la variable tanto a corto como a largo plazo y otros conceptos retributivos importantes como la entrega de acciones o las aportaciones a planes de pensiones. Elaborada la base de datos, se aplicaron distintos métodos de estudio.

- Análisis descriptivo y gráfico

Utilizando el programa SPSS, en primer lugar, se ha aplicado un análisis descriptivo (media, mediana, desviación típica, mínimo y máximo) a las variables relacionadas con la composición de la CNR (el porcentaje de participación de consejeros independientes, ejecutivos y dominicales en la CNR). En segundo lugar, se presenta la evolución de estas las variables mediante el empleo de herramientas gráficas, en concreto, mediante barras de error que facilitan visualmente observar la media de cada variable y representan la distribución del 95% de los datos.

- Análisis Prueba T diferencia de medias

En tercer lugar, se ha procedido a comparar las medias mediante la prueba T para muestras independientes, ya que se cuenta con un tamaño muestral adecuado ($N > 30$). Las poblaciones analizadas son las de los años de referencia y han sido comparadas año a año (2013-2014, 2014-2015, 2015-2016) y también para el periodo 2013-2016 para obtener una panorámica más general de los cambios producidos. El objetivo de esta prueba paramétrica es contrastar si las diferencias entre dos medias independientes son iguales, o, por el contrario, existen diferencias estadísticamente significativas. Para cada comparación se ha tenido en cuenta, gracias a la prueba de Levene, si se trataba de varianzas poblaciones iguales o distintas, de forma que se escogía uno u otro nivel de significatividad. Así, si la probabilidad asociada al estadístico de Levene es menor que 0,05, debe rechazarse la hipótesis de igualdad de variables y utilizarse la información de la fila "no asumiendo varianzas iguales". Posteriormente se utilizan los niveles de significativas de la prueba T , de forma que si se encuentra por debajo de 0,05 se rechaza la hipótesis nula, y se concluye que existen diferencias significativas entre las medias de ambas poblaciones (Pardo Merino, A., y otros 2002).

- Análisis de correlaciones

Por último, se ha llevado a cabo un análisis de correlaciones entre el porcentaje de participación de los consejeros independientes, dominicales y ejecutivos en la CNR y distintos conceptos retributivos, en concreto, la retribución fija y la variable (distinguiendo entre corto y largo plazo) para comprobar si existen variaciones conjuntas entre las distintas variables analizadas.

La correlación señala el grado de variación conjunta existente entre dos o más variables. Así pues, si existe una relación lineal positiva entre dos variables, sus valores varían de forma parecida. Este concepto es recogido por los coeficientes de correlación que permiten cuantificar el grado de relación lineal entre dos variables cuantitativas. En este trabajo, se ha empleado el coeficiente de correlación de Pearson. Este coeficiente toma valores entre -1 y 1: un valor de -1 indica relación lineal negativa perfecta; un valor de 0 indica relación lineal nula. Sin embargo, hay que señalar que un coeficiente de correlación alto no implica causalidad (Pardo Merino, A., y otros 2002). Por tanto, una limitación del empleo de este análisis es que no nos permite determinar el efecto de una variable sobre otra. Junto al coeficiente de correlación de Pearson se presentará el nivel crítico bilateral. Así, cuando dicho nivel crítico sea inferior al nivel de significatividad (0,01; 0,05; 0,1) se podrá concluir que existe relación lineal significativa entre las variables objeto de estudio.

4.2. Análisis de resultados

En este apartado, se presentan los resultados obtenidos en los distintos análisis realizados. Por seguir un orden, en primer lugar, se presentan los de la CNR. A continuación, se mostrarán los resultados en relación con las retribuciones. Y, finalmente, se llevará a cabo el análisis de correlaciones.

4.2.1. Sobre la comisión de nombramientos y retribuciones

4.2.1.1. Análisis descriptivo y gráfico

A continuación, las Tablas 2, 3 y 4 presentan los estadísticos descriptivos de las variables relativos a la CNR para cada año objeto de estudio:

Tabla 2. Evolución de la participación de consejeros independientes en la CNR

Porcentaje consejeros independientes en la CNR				
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación estándar
2013 (N=141)	0,00	100,00	48,84	34,06
2014 (N=141)	0,00	100,00	53,48	32,00
2015 (N=137)	0,00	100,00	63,61	20,82
2016 (N=127)	0,00	100,00	65,19	18,75

Tabla 3. Evolución de la participación de consejeros ejecutivos en la CNR

Porcentaje consejeros ejecutivos en el CNR				
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación estándar
2013 (N=141)	0,00	100,00	31,25	30,36
2014 (N=141)	0,00	100,00	4,42	14,48
2015 (N=137)	0,00	33,33	0,24	2,85
2016 (N=127)	0,00	33,33	0,51	4,10

Tabla 4. Evolución de la participación de consejeros dominicales en la CNR

Porcentaje consejeros dominicales en el CNR				
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación estándar
2013 (N=141)	0,00	66,67	5,45	14,76
2014 (N=141)	0,00	100,00	27,65	27,82
2015 (N=137)	0,00	71,42	27,24	20,10
2016 (N=127)	0,00	71,42	25,97	19,88

Antes de comentar estos datos, resulta interesante completar este análisis descriptivo, con los gráficos 1, 2 y 3 que presentan la evolución de estas mismas variables gráficamente para una mejor comprensión visual.

Gráfico 1. Evolución de la participación de consejeros independientes en la CNR

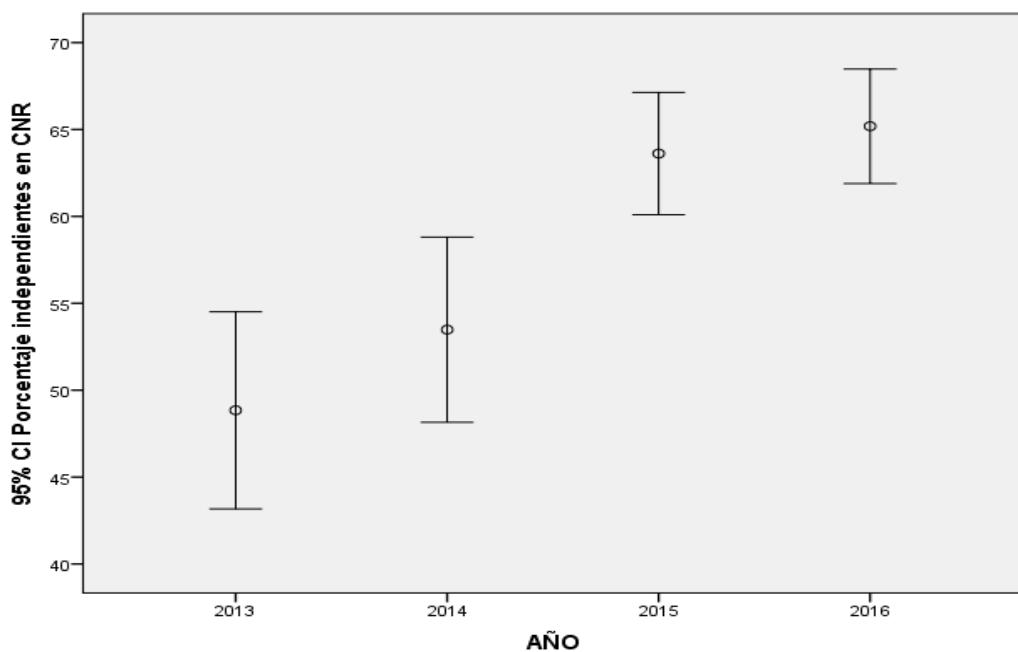


Gráfico 2. Evolución de la participación de consejeros ejecutivos en la CNR

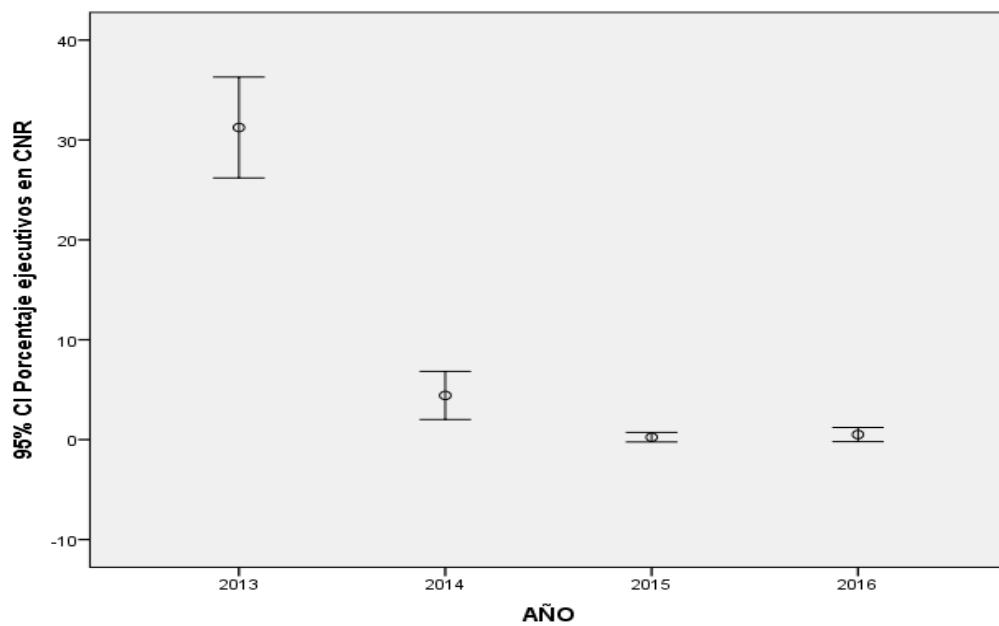
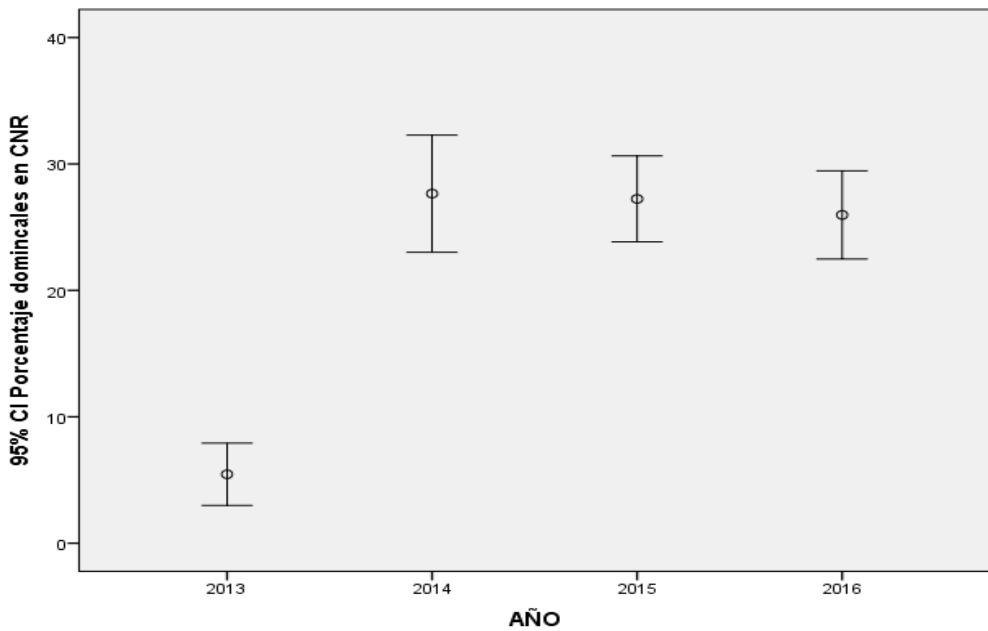


Gráfico 3. Evolución de la participación de consejeros dominicales en la CNR



Respecto a la evolución de la presencia de consejeros independientes, observamos mayor presencia cada año en relación al inmediatamente anterior. Es decir, cumpliendo con las recomendaciones en materia de buen gobierno corporativo, las sociedades, gradualmente, han incrementado la participación de estos consejeros en la CNR. Así, en 2013, la media de independientes en la CNR era de un 48%, para en 2014, ascender a 53%, cumpliendo con la recomendación del CUBG 2013. Sin embargo, no se aprecia un cambio significativo con la entrada en vigor de la Ley 31/2014. Tanto en 2015 como en 2016, mejora la presencia de independientes, y se cumple con CBG 2015: estuviera formada mayoritariamente por independientes.

Respecto a la participación de los consejeros ejecutivos en la CNR, en 2013, la media era un 31,25%, aunque ciertamente, gracias al máximo de ese año (Tabla 3), sabemos que existían empresas en las que esta comisión estaba formada exclusivamente por consejeros ejecutivos. En 2014, se observa un cambio sustancial, reduciéndose la participación de este tipo de consejeros a una media de 4%. Sin embargo, en ese año, todavía existían sociedades en las que esta comisión estaba formada únicamente por consejeros ejecutivos (véase el dato del máximo para el año 2014 en la Tabla 3). En el año 2015, la presencia de consejeros ejecutivos se reduce y prácticamente puede considerarse nula, pero cabe señalar que alguna sociedad no cumplía con las recomendaciones de buen gobierno, y contaba con una participación de ejecutivos del

33,33% (Tabla 3). En consecuencia, hay sociedades que no se habían adaptado a las obligaciones legislativas introducidas por la Ley 31/2014: que la comisión estuviera formada por consejeros no ejecutivos (art. 529 quindecies LSC).

Finalmente, también considero interesante prestar atención a la evolución de los consejeros dominicales. Pese a que no haya recomendaciones de gobierno corporativo ni obligaciones legislativas en relación con esta categoría de consejeros. En 2013, estos consejeros representaban, de media, 5,45%, para aumentar en 2014, hasta el 27%, manteniéndose prácticamente invariable esta participación en el resto de años.

4.2.1.2. Diferencias de medias: prueba T

A través del análisis gráfico presentado en el apartado anterior, hemos llegado a la conclusión de que mayoritariamente, las sociedades cotizadas se han adaptado a las nuevas obligaciones legislativas y a las recomendaciones de buen gobierno. Si bien, el objetivo de este epígrafe es contrastar empíricamente estas primeras afirmaciones mediante la comparación de medias. Siguiendo con la metodología explicada anteriormente, las tablas 5, 6 y 7 presentan la comparación de medias de las variables que analizan la composición de la CNR.

Tabla 5. Comparación en la participación de independientes en la CNR

Porcentaje de independientes en la CNR					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	48,84	53,48	2014-2013	0,240
2014	2015	53,48	63,61	2015-2014	0,02**
2015	2016	63,61	65,19	2016-2015	0,519
2013	2016	48,84	65,19	2016-2013	0,00***

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Tabla 6. Comparación en la participación de ejecutivos en la CNR

Porcentaje de ejecutivos en la CNR					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	31,25	4,42	2014-2013	0,00***
2014	2015	4,42	0,24	2015-2014	0,01***
2015	2016	0,24	0,51	2016-2015	0,27
2013	2016	31,25	0,51	2016-2013	0,00***

*** si $\leq 0,01$ ** si $\leq 0,05$ * si $\leq 0,1$ **Tabla 7. Comparación en la participación de dominicales en la CNR**

Porcentaje de dominicales en la CNR					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	5,45	27,65	2014-2013	0,00***
2014	2015	27,65	27,24	2015-2014	0,887
2015	2016	27,24	25,97	2016-2015	0,606
2013	2016	5,45	25,97	2016-2013	0,00***

*** si $\leq 0,01$ ** si $\leq 0,05$ * si $\leq 0,1$

Gracias a la comparación de los años 2013-2016, se observa que en las tres variables objeto de estudio (participación de independientes, dominicales y ejecutivos en la CNR) existen diferencias significativas de las medias para el año inicial y final del periodo. Este resultado final es lógico y de esperar dadas las recomendaciones y cambios normativos. Sin embargo, más interesante resulta saber cuándo, en qué año concreto se producen estos cambios, tal y como se muestra a continuación.

Respecto a la participación de los consejeros independientes, pese a la recomendación del CUBG 2013 de que la CNR estuviese compuesta mayoritariamente por consejeros independientes, no se observan diferencias significativas entre las medias

de ambos 2013-2014. Aunque parece de esperar, ya que el CUBG se publicó a mediados de 2013. Las sociedades cotizadas se adaptaron a las recomendaciones de buen gobierno de 2013 un año más tarde, en 2014. Comparando ese año, con 2015, sí existen diferencias significativas. Mientras que, la entrada en vigor de la Ley 31/2014 no se traduce en cambios significativos en la presencia de independientes en la CNR. Por tanto, respecto a esta variable, el cambio se produce en 2014, es decir, un año más tarde al CUBG de 2013.

En relación a la participación de consejeros ejecutivos, existen diferencias entre las comparaciones de 2013-2014 y 2014-2015. Igual que en independientes, tampoco la Ley 31/2014 introduce cambios significativos en este punto. Para la entrada en vigor de las nuevas obligaciones, las sociedades cotizadas ya habían adaptado la estructura de la CNR al CUBG de 2013. Finalmente, respecto a la presencia de consejeros dominicales, se observan diferencias significativas también entre 2013-2014 y 2013-2016.

4.2.2. Sobre las remuneraciones

4.2.2.1. Análisis gráfico

A diferencia de lo realizado anteriormente, y con el objetivo de presentar la información con una mayor claridad no se ha llevado a cabo un análisis descriptivo. Sino que se presenta gráficamente la evolución de las remuneraciones fija⁷, que incluye también el sueldo⁸, y la remuneración variable⁹ percibidas por los consejeros ejecutivos durante los años objeto de análisis.

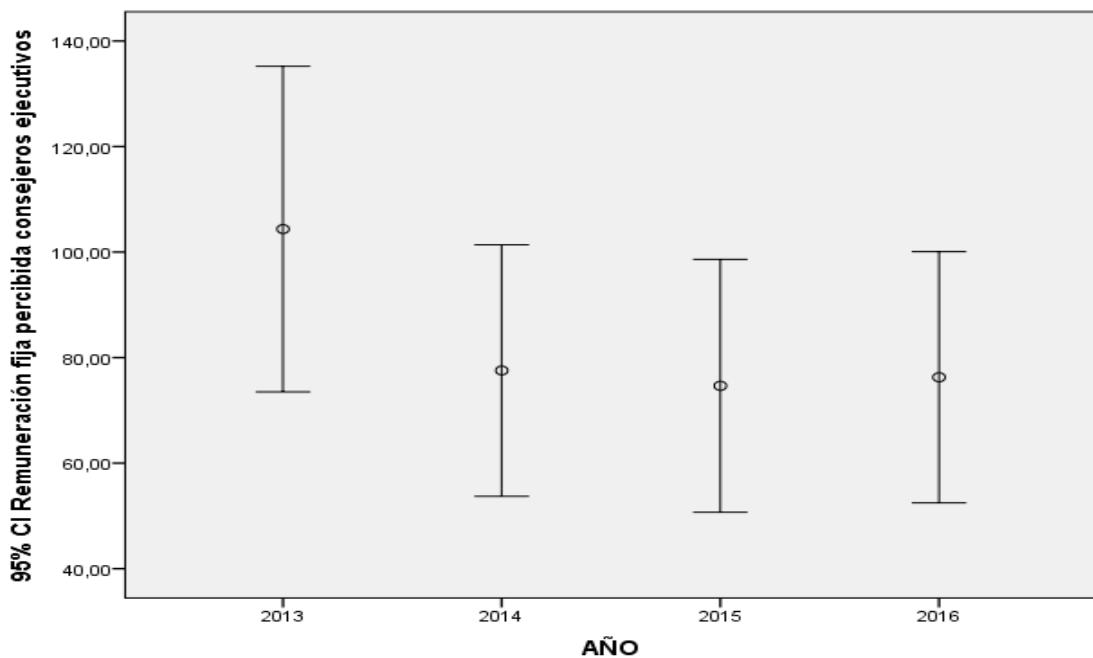
⁷ Bajo este concepto retributivo, la CNMV incluye el importe de la compensación en metálico, con una periodicidad de pago preestablecida, ya sea o no consolidable en el tiempo, y devengada por el consejero por pertenecer al órgano de administración, con independencia de su asistencia efectiva a las reuniones del consejo.

⁸ Siguiendo la metodología empleada por la CNMV, bajo el concepto de sueldo incluye el importe de las retribuciones que no son de carácter variable y que ha devengado el consejero por sus labores ejecutivas, sin incluir por lo tanto las remuneraciones percibidas por su condición de consejero (dietas, etc.).

⁹ Bajo esta modalidad retributiva se incluye tanto la remuneración variable a corto plazo (la CNMV define este concepto como importes variables devengados en un periodo igual o inferior a un año, ligados al desempeño de funciones o a la consecución de objetivos individuales o de grupo) como a largo plazo (los importes devengados en un periodo superior a un año).

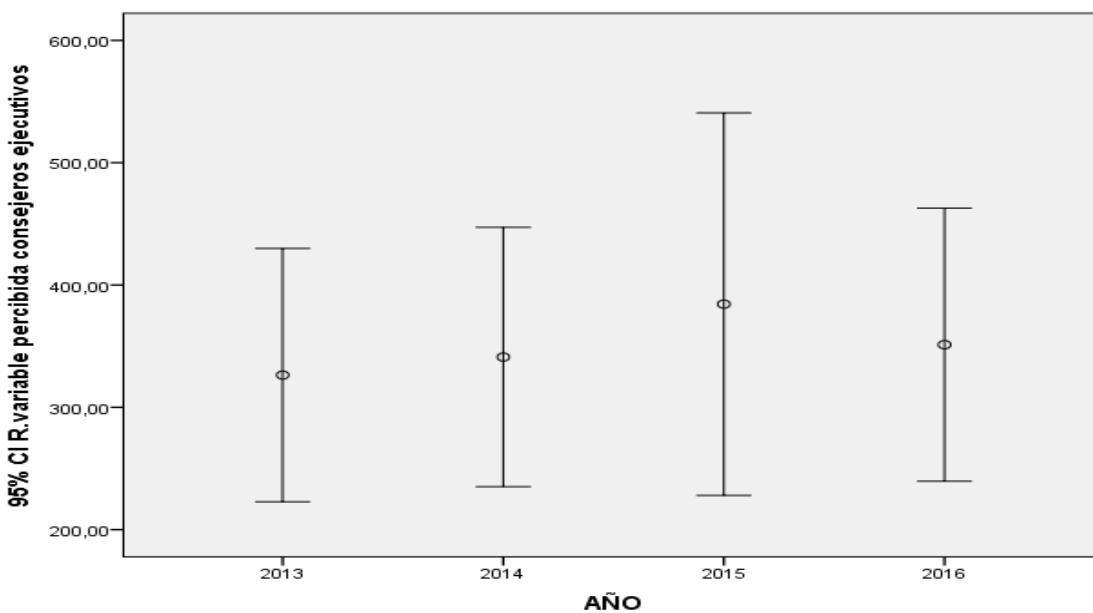
Gráfico 4. Evolución de la remuneración fija percibida por los consejeros ejecutivos.

en miles de euros



Gráfica 5. Evolución de la remuneración variable por los consejeros ejecutivos.

en miles de euros



A partir de la información que nos proporcionan estos gráficos, podemos concluir que, en el año 2016, de media, los consejeros perciben menor remuneración fija que respecto a 2013. En concreto, el mayor descenso en este concreto concepto retributivo

tuvo lugar de 2013 a 2014. Pero a partir de este año, la media de la remuneración fija se estabiliza. En cambio, respecto a la remuneración variable, se puede observar, *a priori*, que no existen diferencias significativas en los distintos años en este elemento retributivo.

4.2.2.2. Diferencia de medias: prueba T

Esta prueba paramétrica se ha utilizado en distintos conceptos retributivos. En concreto, se han estudiado: la remuneración fija, la remuneración variable a corto y largo plazo, el importe de las acciones entregadas y las aportaciones a planes de pensiones. En las tablas 8, 9, 10, 11 y 12 se presentan los resultados.

Tabla 8. Comparación de medias. Remuneración fija

Remuneración fija (media, en miles de euros)					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	506,02	431,51	2014-2013	0,236
2014	2015	431,51	472,85	2015-2014	0,506
2015	2016	472,85	499,25	2016-2015	0,687
2013	2016	506,02	499,25	2016-2013	0,919

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Tabla 9. Comparación de medias. Remuneración variable a c/p

Remuneración variable a corto plazo (media, en miles de euros)					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	299,03	280,22	2014-2013	0,778
2014	2015	280,22	304,72	2015-2014	0,712
2015	2016	304,72	300,63	2016-2015	0,955
2013	2016	299,03	300,63	2016-2013	0,983

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Tabla 10. Comparación de medias. Remuneración variable a l/p

Remuneración variable a largo plazo (media, en miles de euros)					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	27,31	60,91	2014-2013	0,153
2014	2015	60,91	79,66	2015-2014	0,684
2015	2016	79,66	50,59	2016-2015	0,525
2013	2016	27,31	50,59	2016-2013	0,239

*** si $\leq 0,01$
 ** si $\leq 0,05$
 * si $\leq 0,1$

Tabla 11. Comparación de medias. Acciones otorgadas

Acciones otorgadas (media, en miles de euros)					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	63,62	128,94	2014-2013	0,060*
2014	2015	128,94	183,69	2015-2014	0,531
2015	2016	183,69	280,80	2016-2015	0,379
2013	2016	63,62	280,80	2016-2013	0,000***

*** si $\leq 0,01$
 ** si $\leq 0,05$
 * si $\leq 0,1$

Tabla 12. Comparación de medias. Aportaciones a planes de pensiones

Aportaciones a planes de pensiones (media, en miles de euros)					
Año 0	Año 1	Media año 0	Media año 1	Comparación	Prueba T (sign)
2013	2014	8,19	114,21	2014-2013	0,060*
2014	2015	114,21	66,47	2015-2014	0,262
2015	2016	66,47	97,58	2016-2015	0,319
2013	2016	8,19	97,58*	2016-2013	0,010***

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

En primer lugar, hay que señalar, como se indica en ambos códigos de buen gobierno, tanto en 2013 como en 2015, que las recomendaciones en este punto parten del principio fundamental de autonomía privada que rige sobre esta cuestión. Aunque, el CUBG 2013 realiza especial énfasis en la transparencia. Por su parte, el CBG de 2015 indica que la estructura, nivel, procedimiento de fijación y régimen de transparencia de las remuneraciones de los consejeros es un elemento esencial del sistema de buen gobierno corporativo de toda sociedad.

Atendiendo a los resultados obtenidos, observamos que no existen diferencias significativas entre 2013 y 2016 en estos conceptos, excepto en la retribución basada en aportaciones a planes de pensiones. Por tanto, en este punto, o bien las sociedades, ya en 2013, cumplían con las recomendaciones de buen gobierno de forma que no era necesario su adaptación o bien no han acomodado su política remuneratoria a los principios señalados por las recomendaciones de buen gobierno.

4.2.3. Análisis de correlaciones

El análisis de correlaciones se ha llevado a cabo en cada año objeto de estudio y entre distintas variables. Respecto a la composición de la CNR, se utilizan el porcentaje participación de consejeros independientes, dominicales y ejecutivos. Mientras que, de remuneraciones, se ha analizado el porcentaje de remuneración fija, variable a corto plazo y largo plazo sobre el conjunto de la retribución percibida por los consejeros ejecutivos. Se han considerado únicamente estos elementos remuneratorios teniendo en cuenta que

las recomendaciones de bueno gobierno hacen especial énfasis en la retribución a largo plazo.

Los resultados del análisis se presentan en las tablas 13, 14 y 15, cada una en relación a la presencia de los distintos consejeros en la CNR. Así, en cada tabla, se muestra para los distintos años, el índice de correlación de Pearson, presentando entre paréntesis el nivel de significatividad, y nos permitirá concluir si existe entre las variables una relación lineal significativa.

Tabla 13. Análisis de correlación con el porcentaje de consejeros independientes en la CNR

Porcentaje de consejeros independientes en la CNR					
	2013	2014	2015	2016	2013-2016
Porcentaje retribución fija	-0,48 (0,617)	-0,178 (0,6)	-0,115 (0,232)	-0,16 (0,867)	-0,117** (0,05)
Porcentaje retribución variable c/p	0,107 (0,262)	0,165* (0,081)	0,94 (0,331)	-0,28 (0,773)	0,076 (0,108)
Porcentaje retribución variable l/p	0,025 (0,797)	-0,66 (0,490)	0,103 (0,286)	-0,150 (0,121)	-0,18 (0,712)

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Tabla 14. Análisis de correlación con el porcentaje de consejeros dominicales en la CNR

Porcentaje de consejeros dominicales en la CNR					
	2013	2014	2015	2016	2013-2016
Porcentaje retribución fija	0,091 (0,341)	-0,155 (0,103)	0,004 (0,966)	-0,013 (0,894)	-0,094 ** (0,05)
Porcentaje retribución variable c/p	-0,021 (0,824)	0,081 (0,381)	0,088 (0,363)	0,153 (0,113)	0,51 (0,284)
Porcentaje retribución variable l/p	-0,116 (0,227)	0,185 * (0,051)	-0,017 (0,858)	0,217 ** (0,023)	0,120 ** (0,012)

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Tabla 15. Análisis de correlación con el porcentaje de consejeros ejecutivos en la CNR

Porcentaje de consejeros ejecutivos en la CNR					
	2013	2014	2015	2016	2013-2016
Porcentaje retribución fija	-0,002 (0,980)	0,200 ** (0,035)	-0,093 (0,337)	0,036 (0,710)	0,122 *** (0,01)
Porcentaje retribución variable c/p	0,020 (0,832)	-0,072 (0,452)	-0,092 (0,343)	-0,130 (0,171)	0,023 (0,629)
Porcentaje retribución variable l/p	0,165 * (0,082)	-0,107 (0,259)	-0,03 (0,754)	-0,037 (0,698)	-0,018 (0,707)

*** si $\leq 0,01$

** si $\leq 0,05$

* si $\leq 0,1$

Atendiendo a los resultados proporcionados en las tablas, observamos que existen pocas relaciones significativas. A este respecto, interesa prestar atención a los resultados que nos proporciona la tabla de correlaciones con los consejeros independientes (Tabla 13). Así, en 2014, existe una relación significativa y positiva entre el porcentaje de consejeros independientes en la CNR y la retribución variable a corto plazo, aunque el

grado de correlación está más próximo a 0 que a 1. También, comparándose con los datos de todos los años en conjunto, se observa una variación conjunta negativa entre la participación de consejeros independientes y la retribución fija. Es decir, a medida que se aumenta la presencia de estos consejeros en la CNR, se reduce el porcentaje de retribución fija percibida por los consejeros ejecutivos.

En contra de lo esperado, no existe una relación lineal significativa con la retribución variable a largo plazo. En cambio, sí existen correlaciones positivas entre el porcentaje de retribución variable a largo plazo y la presencia de consejeros dominicales en la CNR. En concreto, se observa una relación lineal positiva en 2014, 2016 y el conjunto de todos los años 2013-2016. Finalmente, en la tabla 15 observamos una relación lineal positiva significativa entre la presencia de consejeros ejecutivos en la CNR y el porcentaje de retribución fija.

5. Discusión

Siguiendo las recomendaciones de buen gobierno corporativo, la creación de una CNR en el seno del consejo de administración es un instrumento de control en relación al diseño y determinación de la política retributiva. En este sentido, las recomendaciones de buen gobierno han ido avanzando para la consecución de un mayor grado de independencia de esta comisión. Conforme al CBG 2015, se recomienda que esté formada por mayoría de independientes, mientras que la LSC únicamente exige que esté compuesta por consejos externos (no ejecutivos), siendo al menos dos independientes. Por tanto, las recomendaciones de buen gobierno dan un paso hacia delante respecto a las obligaciones legales.

Como se ha señalado, 2014 es el año en el que más cambios se producen en la estructura y composición de la CNR. Respecto a los consejeros independientes, su presencia se incrementa gradualmente durante el periodo considerado. En cambio, se observa que conforme se reduce la presencia de consejeros ejecutivos, se incrementó la presencia de consejeros dominicales. Dicho de otra forma, se puede inferir un cambio de consejeros ejecutivos a favor de dominicales. Y ello, pese a que ni la norma ni las recomendaciones de buen gobierno hacen referencia a la presencia de consejos dominicales en la CNR, salvo que esta comisión esté formada por consejeros externos (art. 529 quindecies LSC). Sin embargo, todavía existe en 2016 alguna sociedad cotizada que no cumple con la normativa legal y cuenta con consejeros ejecutivos en esta comisión. En cualquier caso, y pese a esta última conclusión, mayoritariamente las sociedades

cotizadas siguieron las recomendaciones de buen gobierno corporativo, en concreto y en relación con la CNR, el CUBG de 2013, sin que la entrada en vigor de la Ley 31/2014 implicara un gran cambio para adaptarse a las nuevas exigencias legales. Aunque hay que señalar la diferencia en la velocidad de adaptación. Mientras que, como era de esperar, las sociedades cotizadas se adaptaron con un año de retraso al CUBG de 2013, la implantación de las nuevas obligaciones legislativas se produjo en el mismo año de la entrada en vigor, 2015. Por tanto, a nivel de eficacia, resulta más conveniente la introducción de nuevas obligaciones mediante la utilización de la ley.

La segunda parte de este análisis conlleva el estudio de la estructura cualitativa de las remuneraciones percibidas por los consejeros ejecutivos, en concreto, de la retribución fija, variable y otros conceptos retributivos (importe de las acciones otorgadas y aportaciones a planes de pensiones). Aunque es necesario señalar que a diferencia de lo que ocurría con la composición de la CNR, en materia de remuneración son escasas las referencias tanto a nivel legislativo como en materia de gobierno corporativo. Ateniendo a cada elemento retributivo, a priori, hay que considerar que la retribución fija de los consejeros ejecutivos se pacta en el correspondiente contrato entre este y la sociedad (art. 249.3 LSC). Por tanto, una mayor participación de independientes, en el corto plazo, probablemente tenga una incidencia pequeña sobre la retribución fija ya establecida en los respectivos contratos.

Dadas las recomendaciones de buen gobierno corporativo, es de esperar, por un lado, contención salarial y una mayor importancia relativa respecto al conjunto de la retribución de los elementos variables, especialmente de la retribución a largo plazo. Si bien, tampoco los resultados obtenidos refutan dicha afirmación empírica. En ninguno de los años considerados se observan diferencias de medias significativas. Con carácter general, no se observa una disminución de las retribuciones ni cambios en su composición. Sin embargo, es preciso señalar que en el periodo considerado se observa un incremento de la retribución mediante la entrega de acciones y por aportaciones a planes de pensiones.

La última parte del estudio nos ha permitido observar si existe una variación conjunta entre la participación de consejeros independientes en la CNR y el porcentaje de retribución fija y variable percibida. Si bien es cierto, que la técnica estadística realizada no permite saber el grado de influencia de la CNR y su composición en las retribuciones de los consejeros ejecutivos, sí sirve para obtener algunas evidencias interesantes. A la

vista de la efectividad teórica de la CNR, podría esperarse que en los años objeto de estudio existieran variaciones en la cuantía y composición cualitativa del paquete retributivo. En concreto, mayor importancia de la remuneración variable tanto a corto plazo como a largo plazo. Especialmente esta última, ya que de acuerdo al art. 217.4 LSC la remuneración debe promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo, frente a la retribución basada en la consecución de objetivos cortoplacistas. Todas estas cuestiones indicarían elevado grado de seguimiento en esta materia de las recomendaciones de buen gobierno y servirían para contrastar aquella parte de la literatura que señala que la presencia de más consejeros independientes favorecía la retribución a largo plazo.

El año 2014 es el año en el que se producen más cambios en la CNR, pero no tiene ningún impacto ni el volumen retributivo ni en la estructura cualitativa de la retribución a corto plazo. En ese año, se incrementa la retribución variable a largo plazo, atendiendo a la comparación de medias con el año anterior, no se observan diferencias significativas. Tampoco con la entrada en vigor de la Ley 31/2014 ni posteriormente con el CBG de 2015 se observan cambios relevantes en los distintos conceptos retributivos estudiados. Esta misma conclusión es corroborada por el análisis de correlaciones. Únicamente en 2014, se observa una variación conjunta positiva entre la participación de independientes en la CNR y la retribución variable a corto plazo. En cambio, en este mismo año, existe una relación positiva y significativa entre la presencia de consejeros ejecutivos y la retribución fija. No se puede afirmar ni corroborar las consideraciones teóricas a favor de una mayor presencia de consejeros independientes, ni tampoco existen incentivos para los accionistas para seguir las recomendaciones de buen gobierno a favor de la participación de este tipo de consejeros. Como afirma la literatura a la que se ha hecho referencia anteriormente, una mayor o menor presencia de consejeros independientes o de ejecutivos no implica un cambio en la composición de la remuneración de los consejeros ejecutivos.

Finalmente, quisiera señalar que los análisis empleados en ningún caso permiten establecer una relación de causalidad entre participación de independientes y retribuciones. Para ello hubiera sido necesario, llevar a cabo una regresión entre ambas variables. Esta técnica habría permitido la obtención de resultados robustos en este sentido y averiguar la existencia de dicha relación causal. Sin embargo, en dicho modelo era necesario incorporar otras variables, denominadas de control, como el tamaño, deuda, rentabilidad, riesgo, entre otras.

6. Conclusiones

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la retribución permite generar los incentivos adecuados para que los administradores no lleven a cabo comportamientos oportunistas. En este sentido, es el instrumento idóneo para alinear los intereses entre consejeros y accionistas. Sin embargo, el diseño del paquete retributivo es una cuestión compleja, más todavía si se considera que es el propio órgano de administración el competente para fijarla. Por ello es necesario, la implementación de mecanismos de control durante el proceso de determinación de la retribución. Teóricamente, la creación de CNR independientes constituye un buen instrumento para evitar que los administradores lleven a cabo prácticas en detrimento de la sociedad. Esta comisión favorecerá una mayor contención salarial y otorgará mayor protagonismo a la retribución vinculada a la evolución de la sociedad.

La constitución de esta comisión especializada con la Ley 31/2014 dejó de ser una recomendación de buen gobierno corporativo para ser una obligación legal a cumplir por todas las sociedades cotizadas. Además, debe estar formada exclusivamente por consejeros externos. Sin embargo, en contra de lo esperado, y como ya han señalado distintos autores, un mayor grado de independencia de esta comisión no trae consigo cambios en la composición de la retribución.

Finalmente quisiera señalar que la realización de este estudio, me ha permitido poner en práctica las competencias, habilidades y conocimientos que he adquirido a lo largo de la carrera. En concreto, se ha aplicado lo aprendido en asignaturas como derecho mercantil, organización de empresas, estadística, análisis de estados financieros y recursos humanos. He sido capaz observar y comprender las interdependencias y conexiones que existen entre ambas ramas del conocimiento. Por ejemplo, gran parte de la regulación de nuestro derecho societario tiene un fundamento puramente económico. Respecto a las capacidades empleadas, quisiera destacar la mejora en la comunicación escrita, de análisis y ser autocrítico con el trabajo de uno mismo.

BIBLIOGRAFÍA

- Arrondo García, R., Fernández Méndez, M., Fernández Rodríguez, E., (2008): “Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español”. *Tribuna de Economía ICE*, nº844, páginas 187-203.
- CNMV (2006): Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.
- CNMV (2013): Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.
- CNMV (2015): Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.
- Arrondo García, R., Fernández Rodríguez, E., (2012): “Incidencia de las comisiones de nombramientos y retribuciones sobre las remuneraciones de los consejeros ejecutivos”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº15, páginas 33-41.
- Gregory-Smith I., (2012): “Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence”. *Oxford Bulletin Pay and Remuneration Committee Independence*, nº74.
- Guthrie K., Sololowsky, J., Wan, K.M., (2012): “CEO Compensation and Board Structures Revisited”. *The journal of Finance*, vol. LXVII, nº 3, páginas 1149-1168.
- Manzanaque, M., Merino, E., Banegas, R., (2011): “Los niveles retributivos del personal directivo en España: influencia de las características del consejo de administración y de la concentración accionarial”. *INNOVAR*, vol. 21, nº40, páginas 107-125.
- Pardo Merino, A. y Ruiz Díaz M.A. (2002): *SPSS 11. Guía para el análisis de datos*. McGraw Hill, Madrid.
- Anderson R.C., Bizjak J.M., (2003): “An empirical examination of the role oh the CEO and the compensation committee in structuring executive pay”. *Journal of Banking & Finance*, nº 27, páginas 1323-1348.
- Salas Fumás, V., (1996): *Economía de la empresa: decisiones y organización*. Ariel, Barcelona.
- Vivas, L., García Blandón, J., Martínez, M., Pujol Masdeu, C., (2013): “Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas

durante el periodo 2005-2009". *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 17, páginas 101-118.