DOCUMENTOS DE TRABAJO

¿POR QUÉ ES NECESARIO LIMITAR LAS RETRIBUCIONES DE LOS EJECUTIVOS? RECOMENDACIONES PARA EL CASO DE ESPAÑA

Carlos Mulas-Granados y Gustavo Nombela

DT 2/2009

www.fundacionideas.es

fundación ideas para el progreso

Carlos Mulas-Granados es el Director de la Fundación IDEAS y Profesor Titular del Departamento de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid.

Gustavo Nombela Senior Fellow y responsable del Área de Economía de la Fundación Ideas, Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Profesor visitante en la Universidad Complutense de Madrid e Investigador asociado a FEDEA (Fundación de Estudios de Economía Aplicada).

Este documento se ha elaborado en el contexto de la conferencia "Progreso Global – Hacia un Nuevo Pacto Global" organizada por la Fundación IDEAS y el *Center for American Progress*, celebrada en Madrid en octubre de 2009.

Publicaciones de la Fundación IDEAS

Informes: son análisis de mayor extensión llevados a cabo por equipos de científicos y expertos en los que la Fundación IDEAS refleja su posición.

Documentos de Trabajo: son análisis más breves llevados a cabo por equipos de científicos y expertos en los que la Fundación IDEAS refleja su posición.

Documentos de Debate: son documentos elaborados por científicos y expertos de la Fundación IDEAS y colaboradores externos que no necesariamente reflejan las posiciones de la Fundación.

Artículos de Análisis: son artículos de opinión donde el autor libremente expone sus puntos de vista sobre un asunto concreto, sin reflejar las posiciones de la Fundación.

Editado por Fundación IDEAS
c/ Gobelas 31, 28023 Madrid
Telf. +34 915 820 091
Fax. +34 915 820 090
www.fundacionideas.es

ISBN: 978-84-15018-07-0
Depósito legal: M-23519-2010

fundación ideas
para el progreso

1
Introducción

El debate internacional sobre el papel de los sistemas de remuneración a los directivos de grandes empresas está actualmente en su punto más álgido, en particular centrado en las fórmulas de retribución a directivos del sector financiero, que se considera han sido una de las causas de inicio de la actual crisis económica. La percepción pública de que resulta incompatible que los Gobiernos estén aportando ingentes cantidades de recursos para sostener el sector financiero y a la vez algunos directivos de ese sector continúen percibiendo remuneraciones elevadísimas ha avivado este debate y han surgido muchas voces en favor de introducir algún tipo de regulación.

El tema de las retribuciones de los directivos fue uno de los temas tratados en la reunón del G-20 celebrada en Pittsburgh los días 24-25 de septiembre de 2009. En la declaración final de la reunión, los líderes del G-20 afirman que "una remuneración excesiva en el sector financiero es el reflejo y a la vez promueve la toma de decisiones que conllevan un nivel de riesgo excesivo", y establecen diversas recomendaciones para reformar los sistemas de remuneración y con ello garantizar una mayor estabilidad financiera. No obstante, para que estas recomendaciones se lleven efectivamente a la práctica, deben ponerse en marcha por parte de las empresas y podemos anticipar que va a existir un fuerte rechazo en el sector financiero.

Las posiciones en torno a este debate están lejos de acercarse: algunos cuestionan abiertamente la necesidad de que el sector público tenga algún papel sobre la remuneración de ejecutivos de empresas privadas, mientras que en el otro extremo pueden encontrarse opiniones a favor de una regulación estricta de las retribuciones de los directivos de empresas que reciben dinero público.

En diciembre de 2008, la Fundación Ideas presentó un informe con propuestas para un mejor funcionamiento de los mercados financieros en el que se identificaban los orígenes de la reciente crisis financiera actual y se proponían soluciones para el futuro[1]. En ese documento ya se apuntaba una primera discusión sobre el papel que los sistemas de remuneración de directivos podrían haber tenido en la actual crisis económica mundial que estamos atravesando.

El objetivo de este artículo es profundizar en este tema, analizando cuál ha podido ser este impacto y si el sector público debería jugar un papel en materia de retribución a los directivos de grandes empresas que operan en determinados sectores clave para una economía (por ejemplo, el sector financiero o algún otro sector que pueda introducir un riesgo sistémico), para ayudar así a mejorar la asignación de riesgos.

Tras describir las medidas que distintos países han abordado o tienen en estudio sobre el tema de las remuneraciones, y presentar brevemente alguna evidencia empírica sobre la evolución de los pagos a ejecutivos durante las últimas décadas, en este artículo realizamos un análisis de los sistemas de retribución a directivos basados en mecanismos de incentivos. En particular, nuestro interés es evaluar qué papel pueden haber jugado dichos mecanismos en la gestación de la crisis económica global y qué soluciones pueden proponerse desde un plano teórico.

A partir de nuestro análisis, en la última sección de este documento proponemos una serie de medidas de aplicación al caso español, que pueden contribuir a que los sistemas de retribución a los directivos de las grandes empresas, y en particular a los del sector financiero, contribuyan a una mayor estabilidad económica y logren resultados más efectivos desde el punto de vista social.

1 Véase el documento *Nuevas ideas para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y la economía mundial: Decálogo de reformas para responder a una crisis sistémica*, en www.fundacionideas.es.

2

El debate internacional sobre las retribuciones

Las dos leyes principales aprobadas en Estados Unidos (EE UU) con carácter de urgencia para sostener con dinero público el sector financiero y evitar el colapso global del sistema abordaron por primera vez el tabú de los posibles límites a las remuneraciones de los directivos del sector bancario, en virtud de su responsabilidad en el colapso financiero.

Con anterioridad, el Tesoro de EE UU promulgó en abril de 2009 unas recomendaciones en las que se barajaba utilizar un límite de 500.000 dólares para la retribución anual para los directivos de las empresas salvadas con dinero público. Sin embargo, posteriormente la Casa Blanca se mostró reticente al establecimiento de límites concretos para la remuneración, con el argumento de que la competencia entre empresas sometidas o no a ayudas públicas por la contratación de altos ejecutivos podría provocar un desplazamiento hacia aquellas instituciones que ofrezcan mayores salarios.

Como consecuencia, en agosto de 2009, el Congreso de EE UU dio poderes al gobierno para que prohíbiera los salarios y las primas que considerase incentivadoras de "un riesgo inapropiado". También acordó modificar la legislación para dar más voz a los accionistas sobre el modo de premiar a los ejecutivos en función de los resultados. Desde entonces, Kenneth Feinberg es el hombre encargado de examinar las prácticas de los sueldos en las empresas receptoras de ayudas públicas y asegurar que estas compañías "logran el equilibrio adecuado entre sus necesidades de retener el personal, premiar el rendimiento y proteger la inversión del contribuyente".

A partir de la primera iniciativa en Norteamérica, el Reino Unido, Francia y Alemania se lanzaron a estudiar medidas similares. Hasta el momento, en Francia y Alemania (sobre todo en el caso del primero), la retórica política en contra de las remuneraciones excesivas ha sido mucho más fuerte que las acciones legislativas realmente emprendidas. Sin embargo, en el Reino Unido el debate ha sido mucho más discreto, pero las acciones han sido más concretas. Por ejemplo, la FSA *(Financial Services Authority)* exigirá a partir de enero de 2010 que las empresas distribuyan las primas de los directivos durante un plazo de tres años en lugar de proceder a su pago inmediato, con el fin de ligar las remuneraciones a los resultados de la gestión de los altos ejecutivos.

En todo caso, este asunto se vinculó desde el principio a la agenda de las discusiones del G-20 por la necesidad de tomar medidas coordinadas entre todos los países. De lo contrario los altos directivos podrían fácilmente concentrarse sólo en aquellos países/instituciones donde hubiera mayor permisividad para establecer las remuneraciones, desequilibrando la competencia entre los sectores financieros de los diferentes actores del sistema. Como evidencia anecdótica en este sentido, el periódico británico *The Times* informaba recientemente de que 45 ejecutivos de Barclays y otros 20 de Société Générale han optado por cambiar de empresa para eludir el control de sus retribuciones. El grupo de 45 ejecutivos trabajará para una nueva compañía llamada Protium, vinculada a Barclays y con sede en las Islas Caimán. Gestionará desde ese paraíso fiscal activos tóxicos del banco por valor de 12.300 millones de dólares y pagará a sus directivos un mínimo de 400 millones de dólares en los próximos diez años. Los otros 20 altos cargos de Société Générale han dejado sus puestos para desembarcar en el *hedge fund* Nexar Capital.

3

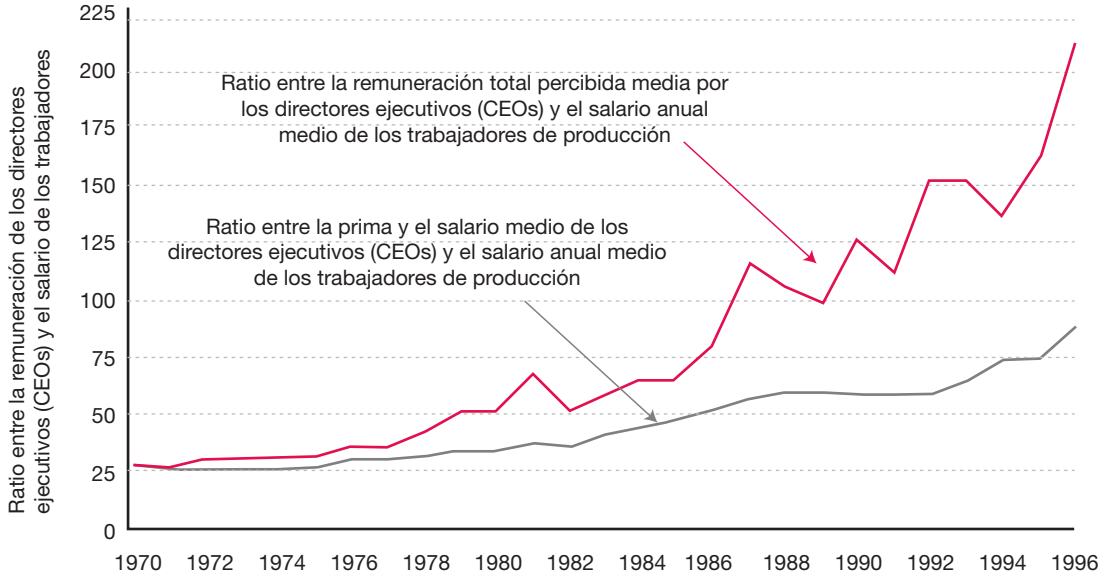
Evidencia empírica sobre la remuneración a directivos

Más allá de las anécdotas periodísticas y de las declaraciones altisonantes de algunos políticos, es importante justificar con datos dónde se encuentra la raíz del problema que se pretende abordar. La evidencia empírica demuestra que la retribución de los ejecutivos de las grandes empresas lleva experimentando un incremento exponencial desde los años 80 hasta la actualidad, de forma que las tasas de variación de la remuneración de la clase directiva ha sido muy superior a la tasa de variación de los salarios de los trabajadores.

En el caso de EE UU, Murphy (1999) presenta una comparación entre las remuneraciones de los directores ejecutivos (CEOs) de las principales 500 empresas con el salario del trabajador medio. En el Gráfico 1 se puede observar cómo en 1970 la diferencia entre ambos ya era amplia, de manera que la retribución de un ejecutivo multiplicaba por 25 el salario medio. Igualmente, es destacable que en la década de los 70 el sistema de retribución de ejecutivos se basaba únicamente en el salario fijo más una parte variable, pero no era relevante ningún tipo de remuneración ligada a los resultados de la empresa, medidos por el valor de las acciones o alguna otra referencia de mercado.

Por el contrario, a finales de la década de los 80 vemos que ese último tipo de remuneración fue ganando peso de forma notable sobre la retribución total a los directivos de las empresas, y ésta fue una tendencia que se disparó durante los años 90. En 1996 el salario total (incluyendo parte fija y variable) del principal ejecutivo de una empresa ya multiplicaba por 90 el salario del trabajador medio. Pero, si en la retribución se incluyen además los rendimientos que obtenía el ejecutivo por las fórmulas de remuneración ligadas a las acciones de la empresa, esta diferencia se elevaba

Gráfico 1. Diferencia entre remuneración de directivos y trabajadores Estados Unidos (1970-1996)



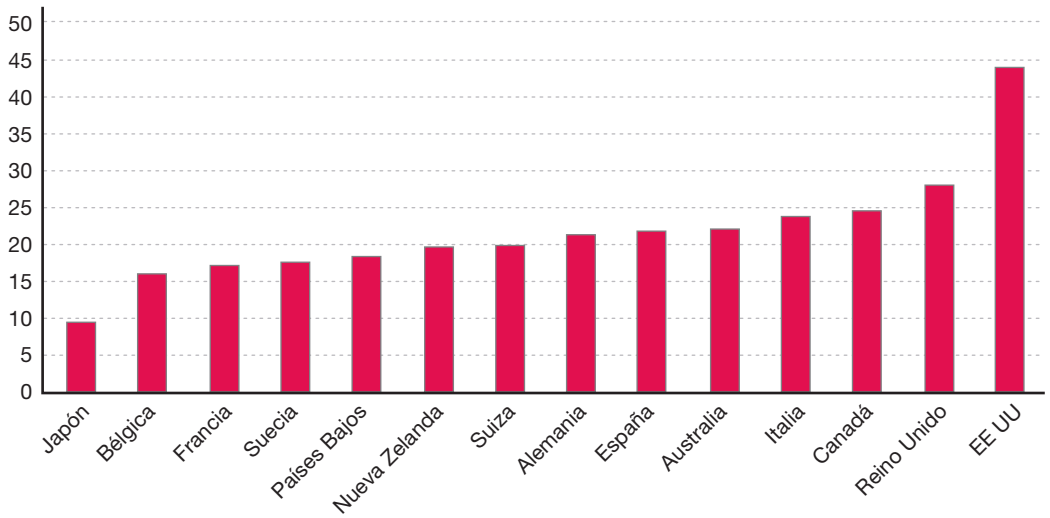
Fuente: Murphy (1999)

notablemente, hasta alcanzar una retribución total que multiplicaba por más de 200 el salario del trabajador medio.

A la hora de realizar este tipo de comparaciones entre salarios de ejecutivos y trabajadores medios, es difícil sistematizar los estudios para disponer de datos homogéneos, ya que los conceptos que se incluyan o excluyan de la remuneración total de los directivos hacen que varíen notablemente los resultados. En cualquier caso, parece existir evidencia de que esta tendencia observada en las décadas transcurridas desde los años 70 no hizo más que incrementarse en la última década. Burton y Weller (2005) señalan que en 2004 la remuneración media del director ejecutivo de las principales empresas americanas se situaba en 9,2 millones de dólares, lo cual multiplicaba por 240 el salario del trabajador medio.

Igualmente, no resulta sencillo realizar comparaciones internacionales fiables sobre la remuneración de los ejecutivos, porque es necesario conocer qué tipo de ítems se incluyen dentro de la retribución en cada país. Diversos trabajos coinciden en señalar que las retribuciones a los ejecutivos en EE UU se sitúan por encima de otros países, como se muestra en el Gráfico 2, que muestra la ratio salario total ejecutivos/salario medio para distintos países.

Gráfico 2. Comparación internacional de la ratio salario ejecutivos/salario medio (2004)



Fuente: Economic Policy Institute (2005)

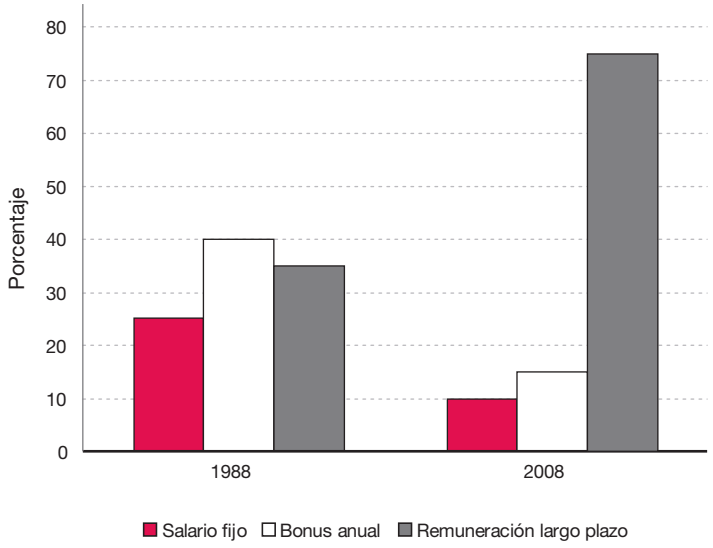
La evidencia empírica disponible sobre la remuneración de directivos señala que los sistemas de retribución tienen tres componentes: un salario base fijo, una retribución variable anual en función de los resultados (el denominado *bonus*), y una retribución ligada a incentivos que podemos denominar "de largo plazo", y que generalmente va ligada a opciones sobre acciones o algún otro tipo de pagos ligados a la valoración de la empresa en el mercado. El objetivo de este último tipo de retribución es intentar que los incentivos de los directivos a la hora de tomar decisiones se hallen alineados lo máximo posible con los intereses de los propietarios de las empresas.

El peso de cada uno de estos tres componentes en la retribución total varía entre países y también entre sectores de la economía, pero en general puede señalarse que la retribución de largo plazo ha ido ampliándose durante las últimas décadas, hasta constituir actualmente el porcentaje más alto de la retribución de los altos directivos.

Un reciente estudio de Boston Consulting Group[2] indica que, en el caso de los directivos de las principales empresas de EE UU, en los últimos 20 años hemos asistido a un enorme salto en la retribución de largo plazo, que ha superado incluso a la retribución variable mediante bonus, y en 2008 se situaba ya en torno al 75% del total percibido por los ejecutivos (Gráfico 3).

2 Hansell, Luther, Plaschke y Schatt (2009). Los datos utilizados corresponden a las retribuciones de directivos de las principales empresas de EE UU, incluyendo todos los sectores.

Gráfico 3. Porcentaje de retribución por tipos de salario



Fuente: Boston Consulting Group (2008)

4

¿Por qué predominan los esquemas de incentivos en las retribuciones de los directivos?

La Teoría de la Agencia nos ofrece los argumentos básicos que explican por qué observamos esta tendencia global en todo el mundo –más acentuada en el caso de EE UU probablemente por el mayor tamaño medio de las empresas– hacia la utilización de sistemas de retribución variables para los directivos de grandes empresas.

Como indica la Teoría de la Agencia, la separación entre propiedad y gestión de la empresa hace que los intereses de los ejecutivos no necesariamente coincidan con los intereses de los propietarios, y estos últimos disponen de mucha menos información que los gestores para evaluar si las decisiones que se toman en la empresa son las más adecuadas para maximizar sus objetivos.

Por ello, en lugar de retribuir a los directivos con un salario fijo, resulta preferible ligar la remuneración a los resultados que obtiene la empresa. Generalmente, los accionistas persiguen obtener la mayor rentabilidad posible de su inversión, en forma de dividendos y de revalorización de las acciones, por lo que ligar los salarios de los ejecutivos con medidas objetivas que permitan una evaluación de los resultados obtenidos a partir de su gestión tiene sentido económico[3].

Desde los años 80 y de forma paralela al rápido crecimiento de las retribuciones a los ejecutivos, se ha desarrollado una amplia literatura económica sobre este tema, que persigue por un lado analizar desde un punto de vista teórico cuáles serían los

3 Para una excelente revisión de los problemas de la agencia en la empresa y de los mecanismos para resolverlos a través de los sistemas de retribución, véase Bebchuk y Fried (2003).

mejores mecanismos basados en incentivos, y por otro lado de comprobar de forma empírica cuáles son los sistemas utilizados en la práctica.

En particular, los principales argumentos derivados de esta literatura en relación con la utilización de sistemas de retribución de largo plazo, basados en pagos a directivos mediante opciones sobre acciones de la empresa, son los siguientes:

- El patrimonio de los ejecutivos, y no sólo la remuneración anual, debería alinearse al máximo con el de los accionistas, para con ello lograr que el ejecutivo persiga los mismos objetivos que interesan al accionista (Jensen y Meckling, 1976). Esto llevaría a que la empresa obligara o incentivara la compra de sus propias acciones por parte de los ejecutivos, pero a su vez reduciría el efecto incentivo de pagar mediante opciones sobre acciones: aquellos directivos con una amplia cartera de acciones ya experimentan fuertes variaciones en su patrimonio con cambios en el valor de la empresa, y por tanto les motiva menos el obtener opciones.

- Los directivos mayores que se aproximan al final de su carrera pueden tener menos incentivos a tomar decisiones de medio plazo adecuadas, si su salario está ligado a los resultados de corto plazo de tipo contable. Este resultado ha sido examinado, por ejemplo, en Smith y Watts (1982), Dechow y Sloan (1991), o Murphy y Zimmerman (1993). Para este tipo de directivos, el hecho de obtener una parte de su retribución en forma de opciones de compra sobre acciones garantiza que las decisiones sobre programas de investigación, desarrollo e innovación que van a dar resultados a medio plazo sean las correctas, ya que el directivo puede beneficiarse del crecimiento de la empresa más allá de su horizonte personal trabajando en ella (bien porque el mercado recoge de forma rápida las expectativas en el valor de la acción, o bien porque los resultados mejoran en el futuro).

- En sectores con perspectivas de fuerte crecimiento, las empresas deberían utilizar mecanismos de incentivos. Muchos trabajos que analizan las decisiones de inversión, por ejemplo Holmström y Ricart-Costa (1986), Smith y Watts (1982), o Bizjak et al (1993), señalan cómo los directivos suelen disponer de información privada sobre el valor de las oportunidades de crecimiento para la empresa. Por ello, sistemas de remuneración basados en opciones sobre acciones incentivan a los directivos en estos sectores a tomar las decisiones correctas.

- En empresas con un fuerte nivel de apalancamiento, deberían usarse en menor medida sistemas de retribución basados en opciones sobre acciones. John y John (1993) en un modelo teórico analizan la relación entre los sistemas de retribución a los ejecutivos y la estructura de capital de la empresa, obteniendo un resultado interesante. Si a un ejecutivo se le paga a través de un sistema que le incentiva fuertemente a lograr una alta retribución al capital, los agentes que adquieran deuda de la empresa exigirán primas elevadas para cubrirse de la posibilidad de que el ejecutivo tome decisiones de inversión con mucho riesgo que supongan una transferencia de renta de los prestamistas a los accionistas. Por tanto, para reducir los costes de la deuda, en sectores muy apalancados deberían limitarse los sistemas de retribución con incentivos. Como veremos más adelante, esta recomendación no se ha seguido en un sector altamente apalancado, por la propia naturaleza de su negocio, como es el financiero.

- Empresas que trabajan en sectores con fuerte variabilidad en sus resultados anuales deberían usar mecanismos de retribución ligados al valor de mercado de la empresa. Si los sistemas de retribución de un ejecutivo se apoyan en bonus ligados a resultados anuales de la empresa (por ejemplo, cifras de ventas, beneficios, etc.) y estos resultados están sometidos a una fuerte variabilidad por razones exógenas no controlables por los ejecutivos, resulta preferible ligar la retribución al valor de la empresa medido de acuerdo con la percepción que se realice en el mercado de las decisiones que toman los directivos. Como ejemplo, en el sector de las aerolíneas las oscilaciones del mercado suelen ser bruscas, y son generadas por sucesos exógenos que no dependen de la gestión del negocio o las decisiones de inversión de los directivos (subidas del precio del petróleo, accidentes aéreos, o atentados del 11-S, por ejemplo). Por ello, en sectores de este tipo deberían emplearse preferiblemente pagos en forma de opciones sobre acciones, en lugar de bonus ligados a variables contables. Como señalan Lambert y Larcker (1987), la remuneración del ejecutivo debe ir relacionada con aquella señal que pueden observar los accionistas y que tenga un menor nivel de ruido (variables contables o valor de la acción en el mercado).

En resumen, vemos que la literatura económica aporta un amplio conjunto de argumentos que justifican que las grandes empresas, en particular en determinado tipo de sectores, hayan desarrollado profusamente los sistemas de remuneración basados en incentivos, y en particular el uso de opciones sobre acciones y otros mecanismos ligados al valor de la empresa.

De forma general, las recomendaciones que se podrían extraer de esta literatura serían las siguientes:

- Los mecanismos de retribución basados en incentivos deben ligar los objetivos de los directivos con los objetivos de los accionistas, en concreto en aquellas decisiones estratégicas que afectan al valor de la empresa y al nivel de riesgo que ésta asume.

- Los sistemas de retribución deberían basarse en variables observables por todos los agentes involucrados en la empresa (accionistas, prestamistas, reguladores), y guardar la máxima relación posible entre la variable que se utilice como referencia y el pago que reciben los directivos. Así, por ejemplo, no tiene sentido que los ejecutivos de rango medio dentro de una empresa sean remunerados de forma importante con opciones sobre acciones, que reflejarán cambios en el valor de la empresa derivados de decisiones estratégicas que ellos no pueden tomar.

- La retribución ligada a incentivos debería retribuir una buena gestión que aumente el valor real de la empresa, y no simplemente aumentar de forma ficticia por ejemplo debido a burbujas especulativas que hacen subir aparentemente el valor de mercado de una empresa. En este sentido, hacer que los sistemas de retribución variable dependan de cómo de bien lo hace la empresa con respecto a un grupo de comparación formado por otras empresas competidoras que trabajen en el mismo sector es una forma de eliminar subidas excesivas de salarios a los ejecutivos, que no estarían retribuyendo una buena gestión.

5

Las retribuciones en el sector financiero y la crisis económica global

El sector financiero ha utilizado ampliamente durante los últimos años los sistemas de retribución basados en incentivos de largo plazo que hemos analizado anteriormente, incluso por encima de la media de otros sectores. ¿Qué papel pueden haber jugado estas retribuciones variables en la gestación de la crisis económica global que atravesamos?

La evidencia disponible sugiere que el sistema de remuneración a los ejecutivos del sector financiero está en la raíz de la crisis iniciada en 2007-08. Parece que el abuso de este tipo de esquemas retributivos que incitan a asumir riesgos excesivos explica una buena parte del elevado grado de apalancamiento de este sector que está detrás del colapso financiero.

Las fórmulas de remuneración basadas en opciones sobre acciones, ampliamente utilizadas en el sector bancario, hacen que los directivos tengan interés en tomar decisiones muy arriesgadas, con las cuales una entidad financiera puede ganar mucho dinero pero también puede perder mucho. Aunque un negocio de este tipo que tenga valor esperado negativo (es decir, un negocio donde es más probable perder que ganar) no debería aceptarse, un ejecutivo financiero remunerado mediante opciones sobre acciones tendría interés en que su entidad lo llevara a cabo, porque así obtendría los beneficios si hubiera buenos resultados, pero no asumiría las pérdidas en caso contrario.

Un ejemplo, tomado del trabajo de Bebchuck y Spamann (2009), ilustra claramente este resultado perverso:

a) El negocio bancario, por definición, presenta siempre un problema de riesgo moral en las decisiones de los gestores. Consideremos un banco que tiene activos por valor de 100 millones (M) de euros, de los cuales 10 M son capital y 90 M son depósitos. Para los accionistas del banco, un negocio en el cual el banco pueda perder 20 M con probabilidad 50% o ganar una cantidad X con probabilidad 50% es interesante, incluso si X es menor a 20 M (situación en la que el valor esperado es negativo). ¿Por qué es interesante para los accionistas un negocio con valor negativo? En caso de que el resultado sea malo, ellos solamente pierden 10 M de capital, mientras que el resto de la pérdida la tendrían que sufrir los ahorradores que tienen depósitos en el banco, o el gobierno si existe una garantía sobre los depósitos. Dado que los ahorradores no pueden supervisar las decisiones de los bancos, este es el motivo fundamental por el que existe una regulación sobre este sector que reduce, aunque no elimina, la toma de riesgos por las entidades financieras.

b) El nivel de apalancamiento del banco hace que aumenten las decisiones arriesgadas. De acuerdo con las reglas de Basilea, hasta un tercio del capital exigido puede consistir en deuda de largo plazo. Supongamos que el mismo banco anterior tenga 8 M de capital aportado por accionistas y 2 M de capital en forma de deuda. Mientras que al banco del caso anterior podían interesarle negocios en los cuales se pierden 10 M de euros o más (ya que a partir de esa cifra los accionistas son indiferentes), ahora aceptará negocios con valor negativo en los que puedan perderse 8 M de euros o más, lo cual amplía el rango de decisiones con riesgo que pueden hacer quebrar a la entidad.

c) La existencia de *holdings* financieros que agrupan bancos con otro tipo de negocios todavía genera mayores incentivos a asumir riesgos. Supongamos que el banco de nuestro ejemplo pertenece a una compañía matriz, que tiene los 8 M de capital del banco y otro negocio con activos por valor de 100 M. En total, los activos de la compañía matriz se elevan a 108 M, que se financian con un capital de 16 M y 92 M de deuda. Consideremos que el otro negocio de la matriz sea un fondo de inversión con poco riesgo: con 50% de probabilidad puede ganar 10 M, y con 50% puede perder 10 M.

- Si el fondo pierde 10 M: el capital de la matriz se reduce a 98 M, por lo que tras pagar la deuda de 92 M, los accionistas sólo reciben 6 M.

- Si el fondo gana 10 M: el capital aumenta a 118 M, por lo que tras pagar la deuda los accionistas obtienen 26 M.

d) Los ejecutivos bancarios habitualmente son remunerados con acciones de las compañías matrices, no con acciones de los bancos que ellos gestionan, lo cual les incentiva aún más a tomar riesgos, como vemos si continuamos con el ejemplo anterior. Consideremos que el banco puede entrar en un negocio en el que pierde 8 M con probabilidad 50%, y con el otro 50% gana 8 M, y que este negocio es independiente de los resultados del fondo de inversión. En ese caso, tenemos que combinar los resultados de cómo va el negocio bancario y cómo va el fondo de inversión (Tabla 1).

De la Tabla 1 se deduce lo siguiente: como cada casilla tendría una probabilidad del 25% de ocurrir, el valor esperado para los accionistas es de 16,50 M euros. Por tanto, resulta interesante para el ejecutivo del banco entrar en negocios arriesgados como el que hemos analizado, en el cual la pérdida es tan alta como todo el capital del banco, pero la ganancia también es elevada, porque si él posee acciones de la compañía matriz en su patrimonio (o le remuneran mediante opciones de compra sobre dichas acciones), sale ganando.

Tabla 1. Esquema de pérdidas y ganancias para la empresa matriz

	Fondo pierde 10M	**Fondo gana 10M**
Negocio bancario pierde 8 M	**Activos Matriz = 90** No puede pagarse la totalidad de la deuda de la matriz (pérdidas = 2 M) Los accionistas de la matriz pierden los 16 M de capital	**Activos Matriz = 110** Se pagan 92 M de deuda de la matriz Los accionistas de la matriz obtienen 18 M (ganancia = 2 M)
Negocio bancario gana 8 M	**Activos Matriz = 106** Se pagan 92 M de deuda de la matriz Accionistas reciben 14 M (pérdida = 2 M)	**Activos Matriz = 126** Se pagan 92 M de deuda de la matriz Accionistas reciben 34 M (ganancia = 18 M)

Fuente: Bebchuck y Spamann (2009) y elaboración propia

e) Finalmente, y de forma aún más preocupante, con estos esquemas de retribución al ejecutivo bancario también le va a interesar entrar en negocios bancarios con valor esperado negativo, es decir, en los cuales en promedio se pierde más que se gana, pero de forma individual el ejecutivo gana dinero. En el ejemplo anterior, al ejecutivo que gestiona el banco le interesaría entrar incluso en un negocio en el que, con probabilidad 50% se pierden 8 M y con probabilidad 50% se ganan 7 M.

Mediante este sencillo ejemplo, hemos querido mostrar los mecanismos económicos que explican por qué las remuneraciones de los ejecutivos del sector financiero mediante opciones sobre acciones de compañías matrices, en un contexto de alto apalancamiento en el sector y garantía estatal a los depósitos de los ahorradores, están detrás de la toma de riesgos excesivos que desembocó en la crisis financiera. Claramente, esos esquemas retributivos han inducido a la toma de decisiones de alto riesgo para las compañías, pero con un interés individual para los banqueros. En situaciones como la descrita, mientras crece el negocio los directivos ganan a través de la propiedad de activos, y cuando la situación se vuelve negativa pierden los prestamistas que poseen deuda y los contribuyentes cuando los gobiernos tienen que aportar recursos para intervenir negocios en quiebra.

Como evidencia que refuerza los argumentos derivados de su análisis teórico, Bebchuck y Spamann (2009) describen la situación de los dos principales bancos de EE UU en 2006: Citigroup y Bank of America.

Ambas entidades se hallaban enormemente apalancadas, si bien no mucho más que otras en el sector: las dos empresas cumplían con los requirimientos exigidos por la Reserva Federal para considerar que eran instituciones bien capitalizadas. A finales de 2006, el principal directivo de Citigroup poseía 1,6 millones de acciones de la matriz, y 1,1 millones de opciones con precios de ejercicio entre 32 y 54 dólares, mientras que el precio de cierre a finales de diciembre de la acción de Citigroup fue de 55,70 dólares.

En el caso del Bank of America, su principal directivo poseía 2,9 millones de acciones de su matriz, y 1,925 millones de opciones con precios de ejercicio entre 40 y 47, cuando el precio de cierre de la acción el 29 de diciembre fue de 53,39 dólares.

Por tanto, vemos cómo ambos directivos tenían una fuerte inversión en las acciones de sus compañías, pero probablemente muy pocos bonos de las mismas. Como hemos analizado anteriormente [véase el apartado b) del análisis anterior], este simple

hecho ya les haría inclinarse por realizar negocios arriesgados en sus respectivas entidades, ya que con ese esquema obtendrían personalmente más ganancias en las situaciones positivas sin tener que afrontar todas las pérdidas en las negativas.

Pero, además, la gran cantidad de opciones de compra de acciones en su esquema retributivo les inducía aún más hacia comportamientos arriesgados. Dado que ambos directivos tenían un precio de ejercicio de sus opciones inferior en un 20% al valor de las acciones de la empresa, cualquier pérdida de la entidad financiera que supusiera una pérdida del valor de las acciones superior al 20% no tendría ningún impacto sobre el valor de sus opciones (ya que en ese caso valdrían cero). Mientras que, por el contrario, resultados positivos de los negocios arriesgados sí que tendrían un inmediato traslado hacia un mayor valor de sus opciones sobre acciones.

Por tanto, como conclusión podemos afirmar que una buena parte de la gestación de la crisis financiera global que se inició en 2007 tiene su raíz en unos sistemas de remuneración a los ejecutivos del sector financiero basados en retribuciones variables con incentivos perversos, ya que inducían a entrar en negocios bancarios con valores esperados negativos.

6

Propuestas para mejorar los sistemas de retribución a los ejecutivos de grandes empresas en España

En las secciones anteriores de este artículo hemos analizado cómo han cambiado en las últimas décadas los pesos relativos de los distintos componentes de la retribución de los ejecutivos de grandes empresas, adquiriendo una importancia notable aquellas remuneraciones basadas en opciones sobre las acciones de la propia empresa o de una compañía matriz.

Aunque a priori este sistema, *per se,* no resulta socialmente negativo e incluso puede aportar beneficios en la gestión de las empresas, al alinear los objetivos de los directivos con aquellos de los accionistas, hemos visto cómo en determinadas circunstancias pueden inducir a una toma excesiva de riesgos por parte de los ejecutivos.

Por ello, y especialmente en sectores sensibles para la economía en su conjunto, como es el sector financiero o aquellas industrias que por su tamaño o peso en el producto interior bruto (PIB) puedan introducir un riesgo sistémico en un país, existe un claro papel para el sector público en la determinación de los sistemas de remuneración a los directivos. No se pretende aquí afirmar que los gobiernos deban poner límites a la cantidad con que una empresa puede remunerar a sus ejecutivos, pero sí que en situaciones en las cuales la quiebra de una compañía pudiera tener un impacto sistémico en la economía, estas remuneraciones pudieran estar reguladas. Si hay bancos que pueden colapsar la economía, lo que requeriría *ex post* de una intervención pública aportando recursos, *ex ante* el sector público podría introducir algunas limitaciones en los sistemas de remuneración.

En particular, y con especial atención al caso de España, consideramos que para mejorar el actual sistema de remuneración de los directivos de las grandes empresas, pueden introducirse mejoras en cinco áreas:

- Aumentar la transparencia en las decisiones retributivas de las empresas.
- Alinear las remuneraciones de los directivos con los riesgos y la calidad de las inversiones.
- Desincentivar los blindajes empresariales desorbitados para el Consejo de Administración.
- Desincentivar el peso excesivo de las *stock options* dentro del sistema de remuneración a ejecutivos.
- Mejorar la distribución y extender el uso de las *stock options* y las compensaciones por despido a toda la plantilla.

a) Medidas para aumentar la transparencia

El objetivo principal sería transformar la recomendación de transparencia retributiva en obligación. Para ello habría que reformar la Ley de Sociedades Anónimas en línea con las recomendaciones recogidas en el Código Unificado de Buen Gobierno, para hacer la transparencia obligatoria y no opcional, como hasta ahora[4].

Esta obligatoriedad de transparencia para las retribuciones se ha establecido en todos los países del G-7, liderados por EE UU[5]. Incluso, esa transparencia se ha hecho

4 En España, la retribución en especie mediante opciones y acciones está ya sujeta de forma imperativa desde 1999, al régimen de autorización previa por la Junta General que establece el artículo 130 de la Ley de Sociedades Anónimas. Pero no hay ninguna legislación que regule el papel de la Junta General en relación con las retribuciones principales ni los blindajes de los altos directivos y consejeros de las empresas. El Código recomienda que el Consejo apruebe una detallada política de retribuciones, y que la incorpore a un informe sobre política de retribuciones que se someta a la Junta General de Accionistas. Asimismo, incorpora una serie de Recomendaciones directamente vinculadas a las retribuciones de los Consejeros.

5 En EE UU la Ley Sabarnes-Oxley (2002) modificó las normas sobre el funcionamiento de las sociedades cotizadas (SEC, *Security Stock Exchange*). La nueva normativa hace obligatoria la publicación de toda la información relativa a la remuneración del director ejecutivo, director financiero, de los siguientes 3 directivos mejor pagados, y de hasta otros 3 trabajadores que, aun no siendo directivos, reciban una remuneración superior a la de éstos. En el Reino Unido, también serán los accionistas serán los encargados de aprobar todos los esquemas de incentivos a largo plazo, incluidos los paquetes de opciones sobre acciones.

obligatoria también en relación con los blindajes previstos en países como el Reino Unido, Francia, Holanda o Australia. Proponemos, por tanto:

- Obligar a que las empresas constituyan una Comisión de Retribuciones formada por miembros independientes[6] que proponga al Consejo de Administración la política de retribución de los consejeros y altos directivos, la retribución individual de los consejeros ejecutivos y las condiciones básicas de los contratos de todos ellos[7].

- La Junta General enmendará y aprobará, en su caso, ese Informe de la Comisión de Retribuciones. Obligar por ley a que la votación se efectúe como punto aislado del orden del día. El Informe de la Comisión de Retribuciones contendrá todos los esquemas de incentivos a largo plazo (incluidos las opciones sobre acciones) de los que se beneficien los altos directivos[8].

- Extender el principio de transparencia a las retribuciones percibidas de forma individual por cada miembro del Consejo, incluyendo de forma obligatoria dicha información en las cuentas anuales.

- Dar preferencia al acceso a contratos y/o avales públicos a aquellas entidades financieras que hagan públicas sus políticas de buen gobierno corporativo y de responsabilidad social corporativa (RSC), las remuneraciones individualizadas de sus consejeros y directivos, y sus datos de liquidez y solvencia según pautas de comparabilidad internacional.

b) Medidas para alinear las remuneraciones de los directivos con los riesgos y la calidad de las inversiones

- Más allá de los salarios básicos, los complementos de los directivos deben ir ligados a la mejora del valor de las acciones a medio y largo plazo (no a corto como hasta ahora)[9]. Por ejemplo, se podría introducir un mecanismo por el

6 Que no tengan intereses financieros distintos a los de los accionistas ni tome decisiones estratégicas relativas a la operativa diaria de la entidad.

7 Esas Comisiones de Nombramientos y Retribuciones existen ya en casi todas las empresas cotizadas, pero el porcentaje de miembros independientes aún no sobrepasa el 50%, según el Informe 2007 de la Fundación de Estudios Financieros.

8 (Greenbury, 2000; Winter, 1999).

9 El Consejo de Estabilidad Financiera acaba de recomendar, tras el G-20 celebrado en Pittsburgh, que más del 50% de las retribuciones de los directivos debería abonarse en acciones de la empresa que no se pudieran vender a corto plazo, para inducir un comportamiento más acorde con los intereses de la empresa a largo plazo.

cual esas remuneraciones extras quedaran depositadas en un fondo a plazo (canjeable tras 10 años), que se incrementaría con los "bonus" en tiempos de buenos resultados, y se minoraría con penalizaciones ("malus") en tiempos de pérdidas. Los bonus garantizados independientemente de los resultados de la empresa quedarían prohibidos.

- Además, habría que introducir incentivos para aumentar la correlación entre beneficio individual y colectivo: hacer depender los ratings de la posición de las entidades financieras de nuevos rankings de inversión ética y socialmente responsable. Por ejemplo, junto con el sistema actual de calificación basada en probabilidad de insolvencia (sistema AAA), se podría introducir un sistema complementario de valoración (sistema "AAA-responsable"), que tuviera en cuenta también la contribución social de las inversiones de la empresa en cuestión (así como otros elementos de buen gobierno y RSC).

c) Medidas para desincentivar los blindajes desorbitados

En la mayoría de los países avanzados se ha optado por confiar en que los incentivos para aumentar la transparencia en las retribuciones terminaría limitando los sueldos de los directivos y reduciendo la cuantía de sus blindajes. Sin embargo, ante la persistencia de remuneraciones y blindajes desorbitados en las grandes multinacionales, ya hay países que han comenzado a tomar medidas específicas. Además de las señaladas en el primer apartado para imponer la obligatoriedad de la transparencia y la publicidad de las remuneraciones, existen medidas adicionales para limitar los blindajes:

- Condicionar la percepción de los blindajes a la consecución de los objetivos establecidos para el alto directivo o al crecimiento (real y no bursátil) de la compañía. Esta condición ya es obligatoria en Francia tras la reforma de 2007.

- Los pagos que la empresa realiza por blindajes a los directivos que despide no se podrán contar como gastos deducibles. En Francia ya se aplica esta disposición desde 2007, y en EE UU tampoco son deducibles esos gastos, si "las indemnizaciones exceden de lo razonable" y si el directivo "no mejoró la evolución de la empresa mientras estuvo en la compañía".

- Para aquellos que no quieran condicionar los blindajes a los objetivos o al crecimiento de la empresa, habría que introducir fórmulas que extiendan ese tipo de indemnizaciones al resto de los trabajadores. No parece razonable que los

directivos que abogan por reducir las indemnizaciones por despido de la plantilla se garanticen a su vez indemnizaciones muy superiores a los 33 o 45 días por año trabajado. Proponemos dos fórmulas diferentes.

- Calcular el porcentaje que supone el blindaje en relación con el sueldo anual del directivo con contrato blindado, y obligar a que las empresas aumenten la indemnización por despido en ese mismo porcentaje para el resto de los trabajadores[10].

- Alternativamente, se puede obligar a que las empresas doten un "fondo de formación y re-cualificación" para los trabajadores, con un valor similar al de los blindajes excesivos aprobados, disponible en el momento de abandonar la empresa y que ayudará a obtener nuevas cualificaciones para encontrar un nuevo empleo.

d) Medidas para desincentivar el peso excesivo de las *stock options* dentro del sistema de remuneración a ejecutivos

El uso de *stock options* está sujeto a incentivos fiscales en España. En el ámbito fiscal se establece que la concesión de opciones de compra de acciones de una empresa a sus empleados tiene la consideración de retribución en especie.

La valoración de esta retribución será igual a la diferencia entre el valor de cotización de la acción el día de ejercicio de la opción, y la cantidad satisfecha por el trabajador.

Además, se establece una reducción del 40% en el impuesto sobre la renta, cuando se cumplan determinados requisitos[11]. Dos recientes pronunciamientos jurisprudenciales han puesto en entredicho esta normativa: Sentencias del Tribunal Supremo del 24 de octubre de 2001 y del 4 de febrero de 2002.

10 Algunas propuestas se decantan por dotar un fondo complementario de pensiones en lugar de un fondo de indemnizaciones complementarias, en todo caso, por cuantía similar a los blindajes.

11 Aunque en España no tenemos techos a la cantidad de *stock options* que puede recibir un directivo, sí existe un fuerte incentivo fiscal para que no se especule con ellas y las mantenga en el tiempo. Actualmente, con la reforma fiscal del IRPF que entró en vigor el 1 de enero de 2007, los rendimientos que deriven del ejercicio de opciones de compra sobre acciones tienen una reducción del 40% (que se aumentó desde un 30%) en el caso de que: el ejercicio del derecho de opción de compra se haga, al menos, dos años después de la concesión de tal derecho; y el derecho de opción de compra no se conceda de forma anual. Incluso cuando las acciones se mantienen más de tres años, el límite para esa reducción se duplica.

Estas sentencias establecen que las *stock options* tienen una naturaleza salarial: considerándolas "complemento salarial" y no "salario en especie", ya que la consideran retribución de carácter variable, vinculada a los resultados de la empresa; e incluyéndolas por tanto en la definición de salario recogida en el artículo 26 del Estatuto de los Trabajadores. Así pues, proponemos una reforma similar a la que se lleva a cabo en Francia desde 2007:

- Que las *stock options* concedidas a los altos directivos y miembros del Consejo de Administración coticen a la Seguridad Social, aplicándoseles una contribución del 28%.

e) Medidas para incentivar la extensión de *stock options* a los trabajadores y las compensaciones por despido a toda la plantilla.

En EE UU el *National Center for Employee Ownership* promueve activamente fórmulas diversas para incrementar la participación de los trabajadores en la propiedad y los resultados empresariales. Esto ha provocado que el 10% de los trabajadores tengan *stock options* en sus planes retributivos, frente al 0,2% en España. Dado que estos sistemas aumentan la vinculación de los trabajadores a la empresa y tienen un efecto potencialmente positivo sobre la productividad, proponemos:

- Aumentar las ventajas fiscales de las que gozan los planes generales de entrega de opciones sobre acciones o participaciones[12].

- Fomentar la entrega gratuita o a precio rebajado de acciones o participaciones en el capital de la empresa a los trabajadores.

- Dejar exentas de tributación las rentas producidas por estos títulos para el trabajador, si se cumplen las siguientes condiciones:

  - Las *stock options* sean de la propia empresa para la cual el trabajador presta su servicios, o de alguna de las empresas del Grupo de Sociedades al que pertenece la misma.

  - Los títulos adquiridos se mantengan, al menos, durante tres años y se condicionen a la consecución de objetivos empresariales establecidos.

12 Estos planes ya gozan de ventajas fiscales tras la reforma fiscal de 2007, que podrían aumentarse en una próxima reforma fiscal.

Referencias

Bebchuk, L.A., Fried, J.M. (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, 17, 71-92.

Bebchuk, L.A., Spamann, H. (2009), *Regulating Bankers' Pay*, Harvard Law School, Harvard John M. Olin Discussion Paper 641.

Bizjak, J., Brickley, J., Coles, J. (1993), *Stock-based Incentive Compensation and Investment Behavior*, Journal of Accounting and Economics, 16, 349-372.

Burton, J.A., Weller, C.E. (2005), *Supersize This: How CEO Pay Took Off While America's Middle Class Struggled*, Center for American Progress, May 2005.

Dechow, P., Sloan, R. G. (1991), *Executive Incentives and the Horizon Problem*, Journal of Accounting and Economics, 14, 51-89.

Hansell, G., Luther, L.U., Plaschke, F., Schatt, M. (2009), *Fixing what's wrong with Executive Compensation*, Boston Consulting Group, junio 2009.

Holmström, B., Ricart-Costa, J. (1986), *Managerial Incentives and Capital Management*, Quarterly Journal of Economics, 101, 835-860.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3, 305-360.

John, T.A., John, K. (1993), *Top-Management Compensation and Capital Structure*, Journal of Finance, 48, 949-974.

Lambert, R., Larcker, D. (1987), *An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts*, Journal of Accounting Research, 25, 85-125.

Murphy, K.J. (1999), *Executive Compensation*, mimeo, University of Southern California, Marshall School of Business.

Murphy, K.J., Zimmerman, J. (1993), *Financial Performance Surrounding CEO Turnover*, Journal of Accounting and Economics, 16, 273-315.

Smith, C., Watts, R. (1982), *Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans*, Australian Journal of Management, 7, 139-157.

Documentos de trabajo publicados

1/2009. ¿Cómo votan los españoles en las elecciones europeas?
Antonio Estella y Ksenija Pavlovic

Carlos Mulas-Granados y Gustavo Nombela

¿POR QUÉ ES NECESARIO LIMITAR LAS RETRIBUCIONES DE LOS EJECUTIVOS? RECOMENDACIONES PARA EL CASO DE ESPAÑA

fundación ideas para el progreso

C/ Gobelas, 31 · C.P. 28023 · Madrid
Teléfono [+34] 915 820 091 · Fax [+34] 915 820 090
info@fundacionideas.es · www.fundacionideas.es