

## DEBERÍAN OS ACCIONISTAS PODER VOTAR A RETRIBUCIÓN DOS EXECUTIVOS? UNHA REVISIÓN CRÍTICA

ROSA MARÍA LOVEIRA PAZÓ<sup>1</sup>  
Universidade de Vigo

*Recibido:* 5 de marzo 2010

*Aceptado:* 26 de xullo de 2010

**Resumo:** Os escándalos corporativos das últimas décadas demostraron que unhas boas medidas de control corporativo non son só unha necesidade moral, senón tamén económica. Un mecanismo de goberno corporativo que actualmente está no punto de mira é o «say-on-pay», unha forma de activismo accionarial que lles permite aos accionistas votar as políticas de remuneración das súas empresas. Os defensores da implementación do «say-on-pay» por lei argumentan que é a existencia do «problema da remuneración aos executivos», ademais doutros argumentos de carácter máis político e social, o que xustifica esta intervención lexislativa. Neste traballo discútense razóns de tipo económico que restan atractivo á idea de dotar aos accionistas do dereito a votar os plans de remuneración dos seus executivos.

**Palabras clave:** Activismo accionarial / Say-on-pay / Remuneración a executivos.

### SHOULD SHAREHOLDERS BE ENTITLED TO A VOTE ON EXECUTIVE COMPENSATION? A CRITICAL SURVEY

**Abstract:** Corporate scandals within the last two decades have shown that good corporate control systems are not only a moral claim but also an economic need. A mechanism of corporate governance currently in the spotlight is “say-on-pay”, a form of shareholder activism that represents the capacity of shareholders to vote on executive compensation policies. Proponents of implementing “say-on-pay” by law argue that it is the existence of an “executive compensation problem”, jointly with different political and social arguments, what justifies legislative intervention. In this study, we discuss some economic reasons that minimize the appeal to entitle shareholders to a vote on executive compensation.

**Keywords:** Shareholder activism / Say-on-pay / Executive compensation.

## 1. INTRODUCCIÓN

A separación entre a propiedade e o control é unha das principais características daquelas empresas cuxa propiedade está repartida entre múltiples accionistas. Esta separación parece ser a forma máis eficiente –economicamente falando– de organizar adecuadamente unha institución con numerosos actores con distintos intereses e con distintos niveis de información. Porén, tamén é a fonte do chamado “problema de axencia”. Este problema, amplamente tratado na literatura económica tradicional (Berle e Means, 1967; Holmstrom, 1979, entre outros), xorde como consecuencia da discrecionalidade dos xestores para levar a cabo accións ou para tomar decisións que maximizan o seu interese persoal, en detrimento do interese dos accionistas ou dos propietarios da organización. Isto é posible ben porque as accións dos

<sup>1</sup> A autora agradece o financiamento recibido do Ministerio de Educación e Innovación (proyecto SEJ2008-03516) e da Xunta de Galicia a través da concesión dun contrato de investigación do Programa Isidro Parga Pondal.

xestores non son observables polos propietarios ou ben porque, aínda sendo observadas, os propietarios non teñen a información necesaria para valorar se estas accións maximizan o seu beneficio.

Para resolver o problema de axencia son necesarios mecanismos de control interno que corrixan as diverxencias entre os intereses dos propietarios e dos xestores. Un destes mecanismos é o deseño adecuado de esquemas de remuneración, o cal trata de especificar as responsabilidades dos xestores, a súa remuneración e os mecanismos de control, de forma que se equilibren os intereses duns e doutros. Porén, a complexidade das tarefas, as incertezas sobre a contorna e as posibles contingencias futuras, así como as asimetrías de información entre as partes, dificultan enormemente o deseño de contratos de remuneración óptimos ou eficientes<sup>2</sup>.

Os numerosos escándalos financeiros e a crise económica mundial, froito, entre outros, de esquemas de retribución perversos, non fixeron senón acrecentar a preocupación de que algo está fallando no goberno das empresas. Os accionistas parecen non poder crear os incentivos adecuados para que os xestores actúen no seu interese, polo que a intervención do sector público parece xustificarse. En consecuencia, obsérvase un incremento do interese político polo desenvolvemento dos denominados “códigos de boas prácticas”, os cales recollen distintas recomendacións que fan fincapé na importancia da transparencia e da rendición de contas no goberno corporativo e, en particular, a recomendación de que as políticas de retribución da dirección da empresa sexan sometidas á votación dos accionistas nas xuntas xerais, dereito que se coñece como “*say-on-pay*”.

O principal argumento a favor da implementación do “*say-on-pay*” por lei é o fallo do proceso que fixa as políticas de retribución, fallo que se traduce en pagamentos excesivos e moi vinculados a resultados empresariais no curto prazo. Neste artigo preséntanse algunhas razóns de tipo económico para non implementar o “*say-on-pay*” por lei, e que agrupamos en tres categorías: a) os contratos de remuneración existentes poden ser o resultado dun deseño óptimo dos contratos de incentivos, non o resultado do poder dos executivos sobre o consello de administración; b) a implementación do “*say-on-pay*” por lei xeraría unha maior información e transparencia que non ten por que axudar a reducir os custos de axencia; e c) a evidencia empírica non parece demostrar que facer obrigatoria a votación sobre os esquemas de remuneración aumente o valor para os accionistas.

A organización do artigo é a seguinte. A sección 2 introduce o concepto do “*say-on-pay*”, o seu significado e as implicacións para as empresas, así como a súa implementación en distintos países. A sección 3 recolle con maior detalle a principal xustificación teórica detrás da lexislación sobre o “*say-on-pay*”: a captura ou extracción de rendas e a aparente remuneración aos executivos relacionada coa súa boa sorte, que non necesariamente co seu bo facer. A sección 4 presenta distintas

---

<sup>2</sup> Eficientes no sentido de contratos que minimizan o custo de proporcionarlles aos xestores os incentivos correctos para actuar en beneficio dos propietarios da organización.

razóns para non implementar o “*say-on-pay*”. Por último, a sección 5 resume os resultados e presenta as conclusións.

## 2. “*SAY-ON-PAY*”: UNHA FORMA DE ACTIVISMO ACCIONARIAL

Os accionistas nomean un consello de administración que é o responsable, en última instancia, de controlar e de darlle os incentivos apropiados ao resto de actores da organización. É –ou debería ser– o órgano principal para velar polos intereses dos accionistas. O consello está formado por conselleiros externos e por conselleiros internos ou executivos, que son aqueles que posúen funcións executivas ou directivas<sup>3</sup>. Cando os accionistas consideran que o consello non cumpriu co seu deber –por exemplo, se deseñan contratos de remuneración ineficientes–, reclaman o seu poder como propietarios da empresa e tratan de influír directamente no goberno desta utilizando o seu paquete de accións. Dicimos, daquela, que xorde o movemento coñecido como “activismo accionarial”.

A onda de escándalos corporativos acontecida a principios do novo século debido ao colapso de grandes empresas como Enron e WorldCom proporcionoulle ao activismo accionarial unha gran dose de popularidade. Esta foise intensificando a medida que aparecían nos medios continuas noticias sobre directores xerais e outros altos executivos que recibían grandes sumas de diñeiro, mesmo en épocas de declive económico, cando as empresas que dirixían obtiñan pésimos resultados e sufrían procesos de despedimentos masivos. Coa actual crise económica e financeira, o debate sobre a remuneración dos altos executivos non fixo máis ca intensificarse. Non son poucos os que opinan que foi a estrutura de remuneración dos executivos –moi dependente dos resultados no curto prazo– a que fixo que os executivos asumiran riscos excesivos, converténdose nunha das causas da crise hipotecaria e da subseguinte recesión económica mundial.

O intenso debate xerado sobre o “problema da remuneración aos altos executivos” conduciu tanto a académicos e profesionais coma a reguladores a propoñer diferentes reformas destinadas a lograr unha maior e máis transparente información sobre o proceso de fixación dos paquetes de remuneración, e equilibrar así mellor os pagamentos cos resultados. Neste contexto, unha forma de activismo accionarial que recibiu unha grande atención á hora de tratar o problema da remuneración aos executivos é a capacidade dos accionistas para votar as políticas de remuneración das empresas, coñecida coloquialmente como “*say-on-pay rights*”. Este dereito dos accionistas de “opinar sobre os pagamentos” materialízase en que na orde do día das xuntas de accionistas figure un punto separado que lle permita ao accionista

<sup>3</sup> O problema de axencia nunha empresa existe, pois, fundamentalmente a dous niveis: entre os accionistas e o consello, e entre o consello e o equipo directivo. Para resolver o problema de axencia que xorde entre os accionistas e a dirección da empresa, os accionistas delegan no consello a tarefa de deseñar os plans de retribución que incentiven á dirección a actuar no seu beneficio. Agora ben, aínda supoñendo que o consello teña a habilidade para crear os incentivos correctos, que certeza teñen os accionistas de que o consello non usará estas habilidades para actuar no seu propio interese?

votar se aproba ou non os paquetes de retribución dos seus conselleiros e dos demais altos executivos. O voto pode ser vinculante ou non. Neste último caso, dise que a votación é consultiva<sup>4</sup>.

No ano 2002 Reino Unido converteuse no primeiro país en introducir unha lei que facía obrigatoria unha votación consultiva sobre a remuneración dos conselleiros. Logo de Reino Unido, países como Australia e Suecia introduciron unha lexislación similar, e outros como Holanda, Suecia e Noruega foron un paso máis alá, pois o voto si é vinculante<sup>5</sup>. Outros países como Francia ou Suíza esperan polos resultados naqueles países para decidirse a introducir tamén a posibilidade de que os accionistas voten os contratos de remuneración da empresa. Polo que respecta a España, as ideas de bo goberno corporativo recóllense no ano 2006 no *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, tamén coñecido como Informe Conthe. Entre outras recomendacións sobre retribucións dos membros do consello, incluídos os conselleiros executivos, a recomendación 40 dese Código suxire “*que el consejo someta a votación de la junta general de accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros [...]*”<sup>6</sup>. Na práctica, o cumprimento desa recomendación foi escaso<sup>7</sup>. Se cadra por iso, o anteproxecto da Lei de economía sostible presentado recentemente polo Goberno inclúe a seguinte medida: “*Xunto co informe anual do goberno corporativo, o consello das sociedades anónimas cotizadas deberá difundir e someter a votación da xunta xeral ordinaria de accionistas, como punto separado da orde do día, e con carácter consultivo, un informe anual sobre as remuneracións dos seus conselleiros e primeiros executivos, que incluirá información completa, clara e comprensible sobre a política de remuneracións da sociedade aprobada polo consello para o ano en curso, así como, de ser o caso, a prevista para anos futuros [...]*”<sup>8</sup>.

En Estados Unidos, as políticas de “*say-on-pay*” que se implementaron ata este ano foron voluntarias e con carácter consultivo<sup>9</sup>. Un proxecto de lei sobre “*say-on-*

<sup>4</sup> Ao ser consultiva, unha votación non favorable non anula a remuneración proposta polo consello de administración. Que efecto ten, pois, unha votación sobre a remuneración non vinculante? En palabras de Davis (2007), “*un voto non vinculante é o cartón amarelo. O voto dun accionista grande en contra dunha política de remuneración é o cartón amarelo que advirte ao consello de administración da compañía. Se este aviso non se ten en conta e non se modifican as prácticas de remuneración, daquela os accionistas teñen a oportunidade de utilizar o cartón vermello e substituír os conselleiros que fallaran*”.

<sup>5</sup> É un voto sobre políticas futuras –sen carácter retroactivo–, de forma que se os accionistas votan en contra dunha nova política de remuneración que introduce cambios con respecto á política existente, a compañía vese obrigada a seguir implementando as políticas que xa existían.

<sup>6</sup> *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (2006, p 39). ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)).

<sup>7</sup> Véxase o informe do ano 2008 presentado na Fundación de Estudos Financeiros sobre o cumprimento do Informe Conthe. ([http://www.ieaf.es/\\_img\\_admin/1241517860Ultima\\_version\\_Cuaderno\\_29.pdf](http://www.ieaf.es/_img_admin/1241517860Ultima_version_Cuaderno_29.pdf)).

<sup>8</sup> Anteproxecto da Lei de economía sostible (2010, p. 113). ([http://www.economiasostenible.gob.es/wp-content/uploads/2009/12/2\\_4\\_anteproyecto.pdf](http://www.economiasostenible.gob.es/wp-content/uploads/2009/12/2_4_anteproyecto.pdf)).

<sup>9</sup> Aflac foi a primeira compañía que no ano 2008 decidiu adoptar voluntariamente unha política de “*say-on-pay*”. Outras que tamén o fixeron foron Apple, HP, Intel Corporation ou Verizon.

*pay*”, presentado no ano 2007 por Barack Obama –que daquela era senador demócrata polo Estado de Illinois–, foi rexeitado no Senado. En febreiro de 2010, o Tesouro de Estados Unidos anunciou unha política que obriga aos bancos que recibiran “asistencia excepcional” baixo o plan de rescate do Goberno a revelar a súa estrutura de remuneración e solicitar mediante voto –non vinculante– a aprobación ou non dos accionistas, converténdose no primeiro requirimento legal sobre “*say-on-pay*” en Estados Unidos.

### **3. PRINCIPAIS ARGUMENTOS A FAVOR DO “SAY-ON-PAY”**

Defensores desta forma de activismo accionarial, como o profesor Lucian Bebchuk, da Harvard Law School, din que o “*say-on-pay*” resolve o problema da remuneración aos executivos porque, se os paquetes de remuneración teñen que ser aprobados polos accionistas, os executivos deixarán de recibir cantidades excesivas de diñeiro e desvinculadas dos resultados empresariais. Bebchuk e Fried (2004) presentan o deseño dos paquetes de remuneración máis desde unha perspectiva de poder do executivo que desde a perspectiva tradicional do deseño dun contrato de remuneración óptimo, onde o consello de administración diseña un plan de remuneración que sirva aos intereses dos accionistas. Baixo esta nova perspectiva, estes autores argumentan que os executivos, a través do poder que teñen sobre os conselleiros, inflúen enormemente no deseño dos seus propios contratos de remuneración, e que fan uso deste poder para percibir máis do que sería óptimo. Para estes autores, o deseño dos contratos de remuneración non é só un instrumento incapaz de resolver o problema de axencia que xorde entre accionistas e xestores, senón que é parte do problema de axencia en si mesmo. Este enfoque de extracción de rendas no deseño dos contratos de remuneración de Bebchuk e Fried foi, por exemplo, o marco conceptual sobre o que se baseou a proposta de lei sobre o “*say-on-pay*” presentada en Estados Unidos. Se este enfoque resulta ser falso ou errado, os argumentos a favor da implementación por lei do “*say-on-pay*” fracasan estrepitosamente, pois o “*say-on-pay*” estaría tratando de resolver un problema que non existe. A pregunta, pois, que segue é: son realmente os contratos de remuneración ineficientes?

Obviamente ninguén parece discutir que, efectivamente, os contratos de remuneración de moitos directores xerais creceron exponencialmente nas últimas décadas. Agora ben, que hai detrás destes aumentos?, foron acompañados de maiores beneficios tamén para os accionistas?, son os executivos realmente recompensados por ter sorte en lugar de polo seu rendemento?, que din os estudos empíricos?, son concluíntes acerca dos beneficios do “*say-on-pay*” para as empresas?

### **4. RAZÓNS PARA NON IMPLEMENTAR O “SAY-ON-PAY” POR LEI**

A elevada remuneración a altos cargos de grandes empresas en medio da maior crise financeira dos últimos tempos deu un forte impulso aos defensores dos accio-

nistas; defensores polo que respecta ao dereito destes a ter voz e voto no deseño e aprobación das políticas de remuneración dos altos cargos das empresas das que son propietarios. Porén, as seguintes razóns demostran que estas non son necesariamente boas noticias.

◆ Unha sinxela reinterpretación do artigo de Celentani e Loveira (2004) permítenos explicar a que pode deberse o incremento nos niveis de pagamento dos executivos, demostrando que eses maiores niveis de pagamento son o resultado do deseño de contratos de remuneración óptimos, e non necesariamente do poder de extracción de rendas dos executivos. Supoñamos que un número determinado de empresas compiten por executivos con distintos niveis de talento ofrecéndolles diferentes contratos de remuneración. Existen distintos tipos de executivos –mellores e peores– e esta é información privada do propio executivo. Cando unha empresa contrata un executivo, anticipa unhas posibles realizacións de beneficios, de forma que se a empresa contrata un mal executivo a probabilidade de éxito é menor que cando contrata un bo executivo. Á hora de deseñar un contrato de remuneración que permita seleccionar os mellores executivos, este ha ser continxente sobre todas as variables observables que proporcionen información sobre o posible tipo do executivo. Neste caso, ademais da variable relativa ao nivel de beneficios da propia empresa –que é publicamente observable–, a empresa vai observar tamén unha variable que recollerá o tamaño dunha empresa de referencia dentro da industria ou sector no que ela opera. O tamaño pode interpretarse como as ganancias ou os ingresos medios da industria. Supoñamos que canto maior é o tamaño da industria, maior é a probabilidade de éxito dun executivo –manténdose a relación de maior probabilidade de éxito canto mellor sexa o executivo–. É dicir, o valor que xera un executivo é maior nunha industria de tamaño medio-alto que nunha industria de tamaño medio-baixo. Se calculamos os contratos óptimos, o contrato que un bo executivo acepta en equilibrio pode ser tal que<sup>10</sup>: os executivos con talento reciben pagamentos máis altos canto maior sexa o beneficio empresarial obtido, pero para un mesmo nivel alto de beneficio gañan máis cando traballan en empresas pertencentes a sectores con tamaños medios máis altos. A razón deste resultado radica en que o impacto dos bos executivos é suficientemente máis elevado nas empresas grandes do que nas pequenas, polo que as primeiras están dispostas a competir polos mellores ofrecéndolles pagamentos máis elevados<sup>11</sup>. Isto proporciona unha “xustificación” económica á correlación positiva que se observa entre o tamaño da empresa ou industria e o pagamento dos directores xerais, en contra da visión de

<sup>10</sup> O resultado de equilibrio e a súa demostración poden verse en Celentani e Loveira (2004). Neste artigo os autores tratan de demostrar por que a investigación empírica non atopa evidencia do principio sobre avaliación relativa do rendemento (“*relative performance evaluation*”), o cal establece que os pagamentos dos executivos deben ser crecentes nos resultados da empresa, pero decrecentes nos resultados doutros executivos da mesma empresa ou doutras empresas da mesma industria ou sector.

<sup>11</sup> Da mesma maneira, os pagamentos son menores canto menor é o beneficio empresarial, pero para un mesmo resultado pobre inferirase que con maior probabilidade o executivo será bo canto menor sexa o tamaño medio da industria que observe.

extracción de rendas. Baixo esta teoría, Bebchuk argumenta, por exemplo, que os altos executivos de empresas cun consello de administración grande –polo tanto, empresas grandes, con moitos segmentos de negocio, etc.– obteñen pagamentos excesivos debido á maior dificultade do consello para actuar unánimemente contra os altos executivos, podendo estes exercer un maior poder<sup>12</sup>.

Cunha motivación similar a esta, en canto a que empresas de distinto tamaño dentro dunha industria ou sector compiten por executivos de distinto talento, Gabaix e Landier (2006) tratan de explicar os elevados incrementos observados nos pagamentos aos directores xerais das grandes empresas en Estados Unidos desde a década dos anos oitenta. Conclúen que é a escaseza de talento, as forzas dos mercados competitivos e o incremento no tamaño das empresas o que está detrás destas subas salariais, e non as teorías sobre extracción de rendas ou o poder dos executivos no mercado de traballo: “*o incremento dos pagamentos dos directores xerais, multiplicados por seis entre os anos 1980 e 2003, poden ser atribuídos por completo ao incremento da capitalización de mercado, multiplicada por seis, das grandes compañías americanas durante ese período*” (Gabaix e Landier, 2006, p. 1). É dicir, os directores xerais gañan máis porque os seus accionistas gañaron máis.

Na mesma liña, Murphy e Zbojnik (2007) argumentan que o aumento na importancia do capital humano “xeral” dos executivos –no sentido de habilidades xerais relevantes á hora de dirixir calquera organización complexa– en relación co capital humano máis específico –válido unicamente dentro dunha organización– levou a menos promoción interna, máis contratación externa e, consecuentemente, a un incremento no salario medio dos directores xerais ao incrementarse a competencia entre empresas por estes no mercado de traballo para executivos, sobre todo polos de maior talento ou habilidade. Son, pois, as forzas do mercado e non a existencia de executivos con poder que fixan os seus propios salarios o que determina o incremento nos pagamentos.

Cuñat e Guadalupe (2005) estudan os efectos da globalización e o consecuente aumento da competencia internacional sobre a remuneración dos executivos. Estes autores observan tamén que a competencia aumenta o salario medio dos executivos e, sobre todo, que cambia radicalmente a forma en que se lles remunera, xa que se incrementa considerablemente a parte do salario máis ligada aos resultados obtidos. Isto é consecuencia de que en contornas máis competitivas as empresas tratan de aumentar o rendemento dos seus traballadores ofrecéndolles máis incentivos –bonos, accións e opcións sobre accións–, así como atraer os executivos de maior talento.

Na práctica, empresas como Merrill Lynch mostraron a súa preocupación pola sería desvantaxe competitiva que podería xurdir se esta práctica fose adoptada, pois a fixación de límites ou restricións á hora de deseñar os paquetes de remuneración afectaría negativamente á capacidade das compañías á hora de recrutar executivos

---

<sup>12</sup> Con iso non queremos dicir que non sexa válido o argumento de que os consellos de administración máis complexos controlan peor os seus executivos, pero si que cómpre ser cautos á hora de utilizalo, pois pode haber detrás outro tipo de razóns que expliquen por que os executivos de empresas grandes están máis remunerados.

con talento: “*A nosa compañía opera nunha contorna moi competitiva, e o noso éxito está estreitamente relacionado coa nosa capacidade para recrutar e reter bos empregados e un equipo directivo de alto calibre. Un programa de remuneración competitivo é, pois, fundamental para o noso éxito no longo prazo. A adopción dunha votación consultiva en Merrill Lynch unicamente levaría á percepción de que as oportunidades de remuneración na nosa compañía poden ser máis limitadas que as dos nosos competidores. Esta percepción poríanos nunha seria desvantaxe á hora de atraer o talento necesario para crear valor para os nosos accionistas*” (Merryl Lynch, 2008, p. 57).

A teoría de extracción de rendas por parte dos executivos que propoñen Bebchuk e Fried argumenta non só que os pagamentos son excesivos, senón que tamén son ineficientes, porque os executivos reciben cuantiosas cantidades de diñeiro mesmo cando fracasan e, por suposto, máis cuantiosas se cabe cando as cousas van ben, aínda que non sexa mérito seu. É dicir, remunéraselles pola sorte que tiveron e non polo seu rendemento ou polo seu bo facer: se as accións soben por unha caída nos tipos de xuro, por que deberían beneficiarse os executivos? Nesta liña hai estudos empíricos que constatan a existencia dun efecto asimétrico á hora de deseñar os contratos dos executivos, no sentido de que os contratos están protexidos ou blindados contra a mala sorte, pero son, porén, continxentes á boa sorte (Garvey e Milbourn, 2006; Bannister e Newman, 2003). Un exemplo desta asimetría é a práctica de reducir o prezo de exercicio das opcións sobre accións cando o prezo da acción cae; porén, non se incrementa cando o prezo da acción sobe. Nun caso de estudo da industria do petróleo realizado por Bertrand e Mullainathan (2001), estes autores atopan que o pagamento do director xeral é crecente no prezo do petróleo. Os autores conclúen que isto é inconsistente coa teoría de contratos óptima porque os executivos non poden ser recompensados por factores fóra do seu control, e que isto é sintomático de que, na liña de Bebchuk e Fried, os executivos teñen un control efectivo sobre os procesos de fixación da súa propia remuneración. Existen, porén, diversos estudos teóricos que tratan de explicar a existencia deste aparente “*pay-for-luck*” efecto nos contratos de remuneración. Celentani e Loveira (2006) clarifican que un contrato óptimo pode xerar estes patróns de retribución. En particular, podería ser óptimo pagar máis ao executivo cando o resultado da empresa foi bo e o prezo do petróleo alto que cando o resultado da empresa foi bo e o prezo do petróleo baixo, se o rendemento marxinal do esforzo do executivo é suficientemente máis elevado cando o prezo do petróleo é alto que cando é baixo. Pensemos, por exemplo, que o esforzo do executivo incrementa a probabilidade de atopar novos xacementos petrolíferos, independentemente do prezo do petróleo. Por outro lado, estes novos descubrimentos converteranse con maior probabilidade en maiores beneficios para a empresa canto maior sexa o prezo do petróleo. A pregunta é: deben os pagamentos deste executivo depender do prezo do petróleo? Se é así, como? Cando os accionistas observan que os resultados empresariais son bos, pensan: “*o meu executivo esforzouse enormemente ou foi un vago, pero tivo sorte*”. Miran, daquela, o prezo do petróleo porque este lles proporciona información sobre que



fixo o executivo. En particular, saben que cun esforzo alto a probabilidade de obter bos resultados é maior cun prezo alto que cun baixo. Se observan, pois, que o prezo do petróleo foi alto, infiren que con maior probabilidade o executivo elixiu un nivel de esforzo alto, e páganlle, en consecuencia, un maior salario. Resumindo, baixo certas condicións remunerar o executivo por variables en principio alleas ao seu control, como é o prezo do petróleo, non é o resultado dun fallo de axencia, senón a forma na que os accionistas minimizan o custo de contratar e incentivar os executivos a actuar no seu interese.

◆ Outro tipo de argumentos a favor do “*say-on-pay*” é que á hora de votar os paquetes de remuneración cómpre saber que se vota, é dicir, a empresa ten que proporcionar un informe detallado sobre as remuneracións dos seus executivos. A implementación do “*say-on-pay*” contribuiría, pois, considerablemente a unha maior información e transparencia sobre os niveis de pagamento e os procedementos polos que se fixan as retribucións dos executivos. Esta maior transparencia, é realmente beneficiosa para os accionistas?

Celentani e Loveira (2010) estudan como interactúan as medidas do “*say-on-pay*” con outras medidas tradicionais do rendemento dos executivos nunha contorna na que os contratos que ofrecen as empresas serven para o dobre propósito de seleccionar os mellores e de proporcionarlles os incentivos adecuados para a toma de decisións en beneficio dos accionistas, unha vez foron contratados. As variables utilizadas á hora de deseñar o contrato de remuneración son: a) as decisións observables polos accionistas que toma o executivo; b) o resultado destas decisións para a empresa; e c) a información adicional sobre o executivo que obteñen os accionistas como consecuencia do seu maior activismo ou interferencia na xestión da empresa. Os resultados obtidos demostran que pode ser óptimo ignorar a información adicional achegada polos accionistas sobre o executivo. En particular, cando as accións observables que toma o executivo –decisións de investimento, entrada en novos mercados, etc.– e as realizacións destas accións –niveis de beneficio para a empresa– son suficientes para separar e darlle ao executivo os incentivos adecuados, a inclusión de información adicional unicamente introduce risco no contrato, incrementando, en consecuencia, o seu custo. É dicir, a inclusión de novas fontes de información sobre o rendemento do executivo á hora de deseñar os contratos non ten necesariamente un efecto positivo, senón que pode interferir co resto de medidas, facendo do “*say-on-pay*” unha decisión inferior desde o punto de vista da eficiencia dos contratos.

Sen tratar especificamente o tema do “*say-on-pay*”, hai moitos traballos que demostran que unha maior transparencia mellora as relacións de axencia, posto que permite facer ao axente máis responsable das súas accións. En particular, hai traballos que demostran que unha maior transparencia sobre as remuneracións implica un maior desenvolvemento dos mercados financeiros (La Porta *et al.*, 2006), ou aumenta o valor para os accionistas (Greenstone *et al.*, 2006). Porén, aínda que en menor número, tamén existen traballos que demostran que unha maior información

non sempre é unha medida de creación de valor nas empresas, e que saber máis sobre as accións do axente pode equilibrar peor os seus intereses cos do principal (Prat, 2005). Nesta liña, o estudo de Admati e Pfleiderer (2009) trata de avaliar un instrumento de control corporativo interno distinto ao “*say-on-pay*”: a ameaza de venda de accións por parte dun accionista. Estes autores estudan un modelo onde un grande accionista ten información privada –con respecto a outros accionistas– acerca das decisións e/ou das súas consecuencias sobre o valor da empresa, de forma que o accionista pode decidir vender as súas accións baseándose nesa información. Os autores tratan de ver se a presenza dun grande accionista con información privada reduce os custos de axencia derivados da acción, a cal é publicamente observable ao final do período. Os resultados que obteñen demostran que a obtención de información privada por parte dos accionistas non sempre conduce a mellores resultados, pois o custo de axencia non se ve necesariamente reducido, podendo mesmo agravalo.

◆ Os estudos empíricos que trataron de estudar se aquelas empresas que implementaron “*say-on-pay*” obtiveron mellores resultados non son concluíntes. Romano (2001) conclúe que, malia a valoración positiva que se fai en xeral do activismo accionarial, na práctica este ten pouco ou ningún efecto nos resultados das empresas. Gillan e Starks (2000) analizan as reaccións do mercado no curto prazo á aprobación en xunta xeral de accionistas de propostas sobre “*say-on-pay*”, e non atopan rendementos anormais significativos. De maneira similar, Karpoff, Malatesta e Walkling (1996, p. 391) afirman que “*non existe evidencia de que as propostas dos accionistas incrementen o valor da organización, melloren os resultados operativos ou inflúan nas políticas da empresa*”. Estas reaccións de curto prazo mídense a través de cambios no prezo da acción nos días próximos á data en que se celebra a xunta. Porén, cómpre esperar que os efectos do activismo accionarial se mostren de forma gradual no tempo, sendo necesario analizar o seu impacto no rendemento dos accionistas e na contabilidade da empresa a máis longo prazo. Os resultados neste sentido foron mixtos. Gillan (1995) realiza un estudo para empresas obxecto de activismo accionarial entre os anos 1990 e 1991, e non atopa evidencia dun efecto riqueza nesas empresas. Porén, estudos dos efectos do activismo por parte dun único investidor institucional obteñen resultados opostos. Nesbitt (1994) presenta evidencia empírica de que o activismo de CalPERS (California Public Employees Retirement System) xera incrementos no beneficio dos accionistas dun 40% durante cinco anos. Esta pretendida mellora nos beneficios asociada ao activismo de CalPERS chegou a ser denominada como o “efecto CalPERS”.

Malia estes resultados pesimistas sobre o “*say-on-pay*”, hai que ser cautos á hora de utilizar o argumento da confusa evidencia empírica para xustificar a súa non implementación, pois estudos empíricos máis recentes, con datos para a década do 2000, parecen confirmar un efecto positivo. Neste sentido, Davis (2007) analiza os efectos do “*say-on-pay*” en Reino Unido, e conclúe que a posibilidade dos accionistas de votar os pagamentos dos executivos –lembremos que é un voto non vin-

culante– non contribuíron a reducir os niveis de ingresos dos altos executivos, pero si a frear o incremento de pagamentos logo da obtención de malos resultados, o que permitiu fortalecer a conexión entre a remuneración e os resultados da organización. No ano 2007, o Institutional Shareholder Services (ISS) analiza as experiencias con “*say-on-pay*” en Reino Unido, Holanda e Australia, obtendo resultados similares aos de Davis (2007) en canto a que o “*say-on-pay*” tivo éxito á hora de incrementar a remuneración vinculada aos resultados, pero que o pagamento dos executivos seguiu incrementándose. O ISS argumenta que isto é así porque os accionistas non están realmente interesados nos pagamentos dos executivos, senón que cos seus votos queren influír no deseño e na estrutura daqueles.

Un recente artigo de Ertimur *et al.* (2009) analiza como afecta á remuneración dos executivos as propostas do “*say-on-pay*” presentadas no período 1997-2007. Estes autores conclúen que os accionistas son o suficientemente sofisticados como para identificar que empresas acollen executivos con pagamentos excesivos cando chega a hora de presentar as súas propostas e de emitir o seu voto, que as propostas dos accionistas intentan sobre todo influír no proceso polo que se fixan os contratos de remuneración e que, por último, nalgúns casos o activismo ten un efecto moderador sobre os niveis de pagamento dos executivos.

## 5. CONCLUSIÓN

Desde un punto de vista teórico, o activismo accionarial, e en particular as políticas do “*say-on-pay*”, están recibindo un apoio considerable tanto por parte de académicos, políticos e medios como do público en xeral, como consecuencia sobre todo dos continuos escándalos de pagamentos a altos executivos en medio dunha gran crise económica e financeira. Despois de todo, quen pode negarlles aos accionistas o dereito a participar máis activamente nas empresas das que son propietarios? Na práctica, porén, existe un conxunto de incertezas e desvantaxes que contribúen á permanencia dun réxime con dereitos limitados aos accionistas como norma xeral<sup>13</sup>. Ao fin e ao cabo, cando un investidor compra accións dunha empresa fáino voluntariamente, así que dalgunha maneira el decide se quere ter ou non accións dunha empresa que practica ou que implementa o “*say-on-pay*”. Probablemente, moitos investidores estarán encantados de non ter que participar activamente en cada unha das empresas das que posúen accións, e sobre todo de que outros accionistas tampouco poidan facelo.

Este traballo pretende realizar unha contribución teórica, a partir de argumentos de eficiencia económica, acerca da conveniencia ou non de implementar medidas que doten de maior poder aos accionistas á hora de deseñar os esquemas de remuneración daqueles que dirixen as súas empresas. Os razoamentos presentados en contra da implementación do “*say-on-pay*” por lei agrúpanse en tres categorías.

<sup>13</sup> A proba máis recente foi o rexeitamento do Senado á proposta do “*say-on-pay*” presentada polo agora presidente de Estados Unidos, Barack Obama, cando era senador.

Primeiro, os contratos observados poden ser resultado dun deseño óptimo dos esquemas de remuneración e non necesariamente consecuencia do poder dos executivos sobre o consello de administración. Segundo, a maior información e transparencia que xera a existencia do “*say-on-pay*” pode empeorar o problema de axencia. Neste sentido, cómpre chamar a atención sobre a escasa –por non dicir practicamente nula– investigación económica sobre os efectos do “*say-on-pay*” no deseño dos esquemas de remuneración que tratan de resolver o conflito de intereses entre o principal e o axente. Por último, a evidencia empírica non parece demostrar que as cousas melloraran para os accionistas alí onde o “*say-on-pay*” xa se implementou.

É importante resaltar o carácter económico dos razoamentos achegados, pois son os argumentos de índole máis política e social os que predominan nos debates sobre este tipo de medidas de control corporativo. Outros argumentos que “critican” o “*say-on-pay*” máis nesta liña son:

- a) Algúns opositores a este papel máis activo dos accionistas na organización da actividade empresarial afirman que ao outorgarles aos accionistas a posibilidade de aprobar os paquetes de remuneración se poderían estar distorsionando as estruturas tradicionais das empresas: os accionistas delegan en profesionais a xestión e a administración da empresa, sendo o consello de administración quen decide sobre a maioría dos asuntos daquela, e o deseño dos paquetes de remuneración non é unha excepción. Como afirma Bainbridge (2005), esta toma de decisións centralizada é economicamente eficiente, pois centraliza toda a información relevante e resolve os importantes conflitos de interese que xorden nunha institución, como é unha empresa, formada por unha estrutura de distintos grupos de interese cos seus propios obxectivos e finalidades e con diferentes niveis de información.
- b) Non está do todo claro se o “*say-on-pay*” axuda a reducir o conflito de intereses que xorde entre os accionistas e a dirección da empresa ou se, pola contra, pon de relevo as diferenzas existentes entre grupos de accionistas, de forma que cada grupo tratará de exercer presión sobre as decisións da empresa co obxectivo de maximizar o seu propio beneficio, aínda que isto prexudique os intereses do resto dos investidores. Neste sentido, os grandes investidores institucionais, como os fondos de investimento ou de pensións, son os que teñen un maior interese en exercer un activismo accionarial. Porén, utilizan as propostas presentadas nas xuntas xerais de accionistas para obter beneficios para os seus propios investidores, beneficios que non obterían a través dun proceso de negociación, e que non son necesariamente en interese doutros accionistas da empresa.

En resumo, o “*say-on-pay*” converteuse nunha medida que resulta politicamente moi atractiva; porén, ata o momento non existe ningún estudo económico, empírico ou teórico que demostre ou que achegue evidencia clara de que facer obrigatoria

unha votación sobre as políticas de retribución da empresa crea valor para os accionistas. Por suposto, isto non quere dicir que o “say-on-pay” non poida ser –economicamente falando– unha boa idea, simplemente non o sabemos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADMATI, A.R.; PFLEIDERER, P.C. (2009): “The «Wall Street Walk» and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice”, *Review of Financial Studies*, 22 (7), pp. 2445-2485.
- BAINBRIDGE, S. (2005): *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*. (Research Paper, 05-25). University of California, School of Law and Economics.
- BANNISTER, J.W.; NEWMAN, H.A. (2003): “Analysis of Corporate Disclosures on Relative Performance Evaluation”, *Accounting Horizons*, 17 (3), pp. 235-246.
- BEBCHUK, L.; FRIED, J. (2004): *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- BERLE, A.; MEANS, G. (1967): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World.
- BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. (2001): “Are CEO’s Rewarded For Luck? The Ones Without Principal Are”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 901-932.
- CELENTANI, M.; LOVEIRA, R. (2004): *What Form of Relative Performance Evaluation?* (Working Paper, 744). Barcelona: Universitat Pompeu Fabra.
- CELENTANI, M.; LOVEIRA, R. (2006): “A Simple Explanation of the Relative Performance Evaluation Puzzle”, *Review of Economic Dynamics*, 9, pp. 525-540.
- CELENTANI, M.; LOVEIRA, R. (2010): *Say on Pay?* (Mimeo). Universidade de Vigo.
- CUÑAT, V.; GUADALUPE, M. (2005): *Globalization and the Provision of Incentives Inside the Firm*. (Working Paper). Columbia University.
- DAVIS, S. (2007): *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*. Yale School of Management, The Millstein Center for Corporate Governance and Performance.
- ETIMUR, Y.; FERRI, F.; MUSLU, V. (2009): *Shareholder Activism and CEO Pay*. (SSRN Working Paper, 1443455).
- GABAIX, X.; LANDIER, A. (2006): *Why Has CEO Pay Increased So Much?* (Working Paper, 06-13). MIT, Department of Economics.
- GARVEY, G.T.; MILBOURN, T.T. (2006): “Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad”, *Journal of Financial Economics*, 82 (1), pp. 197-225.
- GILLAN, S.L. (1995): *Shareholder Activism through the Proxy Mechanism: An Empirical Investigation*. (Dissertation). University of Texas at Austin.
- GILLAN, S.; STARKS, L. (2000): “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 275-305.
- GREENSTONE, M.; OYER, P.; VISSING-JORGENSEN, A. (2006): “Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1964 Securities Acts Amendments”, *The Quarterly Journal of Economics*, 121 (2), pp. 399-460.
- HOLMSTROM, B. (1979): “Moral Hazard and Observability”, *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 231-259.

- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) (2007): *What International Markets Say on Pay, An Investor Perspective*. (Research Report). Institutional Shareholder Services.
- KARPOFF, J.; MALATESTA, P.; WALKLING, R. (1996): "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 42, pp. 365-395.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2006): "What Works in Securities Laws?", *The Journal of Finance*, LXI (1), pp. 1-32.
- MERRILL LYNCH (2008): *Proxy Statement*. (<http://www.ml.com/annualmeetingmaterials/2007/ar/pdfs/2008Proxy.pdf>).
- MURPHY, K.; ZABOJNIK, J. (2007): *Managerial Capital and the Market for CEOs*. (SSRN Working Paper, 984376).
- NESBITT, S. (1994): "Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, pp. 75-80.
- PRAT, A. (2005): "The Wrong Kind of Transparency", *American Economic Review*, 95 (3), pp. 862-877.
- ROMANO, R. (2001): "Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, 18, pp. 174-251.