

¿DEBERÍAN LOS ACCIONISTAS PODER VOTAR LA RETRIBUCIÓN DE LOS EJECUTIVOS? UNA REVISIÓN CRÍTICA

ROSA MARÍA LOVEIRA PAZÓ¹
Universidad de Vigo

Recibido: 5 de marzo 2010

Aceptado: 26 de julio de 2010

Resumen: Los escándalos corporativos de las últimas décadas han demostrado que unas buenas medidas de control corporativo no son solo una necesidad moral, sino también económica. Un mecanismo de gobierno corporativo actualmente en el punto de mira es el «say-on-pay», una forma de activismo accionarial que permite a los accionistas votar las políticas de remuneración de sus empresas. Los defensores de la implementación del «say-on-pay» por ley argumentan que es la existencia del «problema de la remuneración a ejecutivos», además de otros argumentos de carácter más político y social, lo que justifica esta intervención legislativa. En este trabajo se discuten razones de tipo económico que restan atractivo a la idea de dotar a los accionistas del derecho a votar los planes de remuneración de sus ejecutivos.

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

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

La separación entre la propiedad y el control es una de las principales características de aquellas empresas cuya propiedad está repartida entre múltiples accionistas. Esta separación parece ser la forma más eficiente —económicamente hablando— de organizar adecuadamente una institución con numerosos actores con distintos intereses y con distintos niveles de información. Sin embargo, también es la fuente del llamado “problema de agencia”. Este problema, ampliamente tratado en la literatura económica tradicional (Berle y Means, 1967; Holmstrom, 1979, entre otros), surge como consecuencia de la discrecionalidad de los gestores para llevar a cabo acciones o tomar decisiones que maximizan su interés personal, en detrimento del interés de los accionistas o de los propietarios de la organización. Esto es posi-

¹ La autora agradece la financiación recibida del Ministerio de Educación e Innovación (proyecto SEJ2008-03516) y de la Xunta de Galicia a través de la concesión de un contrato de investigación del Programa Isidro Parga Pondal.

ble bien porque las acciones de los gestores no son observables por los propietarios o bien porque, aún siendo observadas, los propietarios no tienen la información necesaria para valorar si estas acciones maximizan su beneficio.

Para resolver el problema de agencia son necesarios mecanismos de control interno que corrijan las divergencias entre los intereses de los propietarios y los gestores. Uno de estos mecanismos es el diseño adecuado de esquemas de remuneración, el cual trata de especificar las responsabilidades de los gestores, su remuneración y los mecanismos de control, de forma que se equilibren los intereses de unos y otros. Sin embargo, la complejidad de las tareas, las incertidumbres sobre el entorno y las posibles contingencias futuras, así como las asimetrías de información entre las partes, dificultan enormemente el diseño de contratos de remuneración óptimos o eficientes².

Los numerosos escándalos financieros y la crisis económica mundial, fruto, entre otros, de esquemas de retribución perversos, no han hecho sino acrecentar la preocupación de que algo está fallando en el gobierno de las empresas. Los accionistas parecen no poder crear los incentivos adecuados para que los gestores actúen en su interés, por lo que la intervención del sector público parece justificarse. En consecuencia, se observa un incremento del interés político por el desarrollo de los denominados “códigos de buenas prácticas”, los cuales recogen distintas recomendaciones que hacen hincapié en la importancia de la transparencia y la rendición de cuentas en el gobierno corporativo y, en particular, la recomendación de que las políticas de retribución de la dirección de la empresa sean sometidas a la votación de los accionistas en las juntas generales, derecho que se conoce como “*say-on-pay*”.

El principal argumento a favor de la implementación del “*say-on-pay*” por ley es el fallo del proceso que fija las políticas de retribución, fallo que se traduce en pagos excesivos y muy vinculados a resultados empresariales a corto plazo. En este artículo se presentan algunas razones de tipo económico para no implementar el “*say-on-pay*” por ley, y que agrupamos en tres categorías: a) los contratos de remuneración existentes pueden ser el resultado de un diseño óptimo de los contratos de incentivos, no el resultado del poder de los ejecutivos sobre el consejo de administración; b) la implementación del “*say-on-pay*” por ley generaría mayor información y transparencia que no tiene por que ayudar a reducir los costes de agencia; y c) la evidencia empírica no parece demostrar que hacer obligatoria la votación sobre los esquemas de remuneración aumente el valor para los accionistas.

La organización del artículo es la siguiente. La sección 2 introduce el concepto del “*say-on-pay*”, su significado y las implicaciones para las empresas, así como su implementación en distintos países. La sección 3 recoge con mayor detalle la principal justificación teórica detrás de la legislación sobre el “*say-on-pay*”: la captura o extracción de rentas y la aparente remuneración a los ejecutivos relacionada con

² Eficientes en el sentido de contratos que minimizan el coste de proporcionar a los gestores los incentivos correctos para actuar en beneficio de los propietarios de la organización.

su buena suerte, que no necesariamente con su buen hacer. La sección 4 presenta distintas razones para no implementar el “*say-on-pay*”. Por último, la sección 5 resume los resultados y presenta las conclusiones.

2. “SAY-ON-PAY”: UNA FORMA DE ACTIVISMO ACCIONARIAL

Los accionistas nombran un consejo de administración que es el responsable, en última instancia, de controlar y dar los incentivos apropiados al resto de actores de la organización. Es —o debería ser— el órgano principal para velar por los intereses de los accionistas. El consejo está formado por consejeros externos y consejeros internos o ejecutivos, que son aquellos que poseen funciones ejecutivas o directivas³. Cuando los accionistas consideran que el consejo no ha cumplido con su deber (por ejemplo, si diseñan contratos de remuneración ineficientes), reclaman su poder como propietarios de la empresa y tratan de influir directamente en el gobierno de esta utilizando su paquete de acciones. Decimos, entonces, que surge el movimiento conocido como “activismo accionarial”.

La ola de escándalos corporativos acaecida a principios del nuevo siglo debido al colapso de grandes empresas como Enron y WorldCom proporcionó al activismo accionarial una gran dosis de popularidad. Esta se fue intensificando a medida que aparecían en los medios continuas noticias sobre directores generales y otros altos ejecutivos que recibían grandes sumas de dinero, incluso en épocas de declive económico, cuando las empresas que dirigían obtenían pésimos resultados y sufrían procesos de despidos masivos. Con la actual crisis económica y financiera, el debate sobre la remuneración de los altos ejecutivos no ha hecho más que intensificarse. No son pocos los que opinan que fue la estructura de remuneración de los ejecutivos —muy dependiente de los resultados a corto plazo— la que hizo que los ejecutivos asumieran riesgos excesivos, convirtiéndose en una de las causas de la crisis hipotecaria y de la subsiguiente recesión económica mundial.

El intenso debate generado sobre el “problema de la remuneración a los altos ejecutivos” ha conducido tanto a académicos y profesionales como a reguladores a proponer diferentes reformas destinadas a lograr una mayor y más transparente información sobre el proceso de fijación de los paquetes de remuneración, y equilibrar así mejor los pagos con los resultados. En este contexto, una forma de activismo accionarial que ha recibido gran atención a la hora de tratar el problema de la remuneración a los ejecutivos es la capacidad de los accionistas para votar las políticas de remuneración de las empresas, conocida coloquialmente como “*say-on-pay*”

³ El problema de agencia en una empresa existe, pues, fundamentalmente a dos niveles: entre los accionistas y el consejo, y entre el consejo y el equipo directivo. Para resolver el problema de agencia que surge entre los accionistas y la dirección de la empresa, los accionistas delegan en el consejo la tarea de diseñar los planes de retribución que incentiven a la dirección a actuar en su beneficio. Ahora bien, aún suponiendo que el consejo tiene la habilidad para crear los incentivos correctos, ¿qué certeza tienen los accionistas de que el consejo no usará estas habilidades para actuar en su propio interés?

rights". Este derecho de los accionistas de "opinar sobre los pagos" se materializa en que en el orden del día de las juntas de accionistas figure un punto separado que permita al accionista votar si aprueba o no los paquetes de retribución de sus consejeros y de los demás altos ejecutivos. El voto puede ser vinculante o no. En este último caso, se dice que la votación es consultiva⁴.

En el año 2002 el Reino Unido se convirtió en el primer país en introducir una ley que hacía obligatoria una votación consultiva sobre la remuneración de los consejeros. Tras Reino Unido, países como Australia y Suecia han introducido una legislación similar, y otros como Holanda, Suecia y Noruega han ido un paso más allá, pues el voto sí es vinculante⁵. Otros países como Francia o Suiza esperan por los resultados en aquellos países para decidirse a introducir también la posibilidad de que los accionistas voten los contratos de remuneración de la empresa. Por lo que respecta a España, las ideas de buen gobierno corporativo se recogen en el año 2006 en el *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, también conocido como Informe Conthe. Entre otras recomendaciones sobre retribuciones de los miembros del consejo, incluidos los consejeros ejecutivos, la recomendación 40 de ese Código sugiere "*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 [...]*"⁶. En la práctica, el cumplimiento de esa recomendación ha sido escaso⁷. Quizá por ello, el anteproyecto de la Ley de economía sostenible presentado recientemente por el Gobierno incluye la siguiente medida: " *Junto con el informe anual de gobierno corporativo, el consejo de las sociedades anónimas cotizadas deberá difundir y someter a votación de la junta general ordinaria de accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros [...]*"⁸.

⁴ Al ser consultiva, una votación no favorable no anula la remuneración propuesta por el consejo de administración. ¿Qué efecto tiene, pues, una votación sobre la remuneración no vinculante? En palabras de Davis (2007), "*un voto no vinculante es la tarjeta amarilla. El voto de un accionista grande en contra de una política de remuneración es la tarjeta amarilla que advierte al consejo de administración de la compañía. Si este aviso no se tiene en cuenta y no se modifican las prácticas de remuneración, entonces los accionistas tienen la oportunidad de utilizar la tarjeta roja y reemplazar a los consejeros que han fallado*".

⁵ Es un voto sobre políticas futuras –sin carácter retroactivo–, de forma que si los accionistas votan en contra de una nueva política de remuneración que introduce cambios con respecto a la política existente, la compañía se ve obligada a seguir implementando las políticas que ya existían.

⁶ *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (2006, p. 39). (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf).

⁷ Véase el informe del año 2008 presentado en la Fundación de Estudios Financieros sobre el cumplimiento del Informe Conthe. (http://www.ieaf.es/_img_admin/1241517860Ultima_version_Cuaderno_29.pdf).

⁸ Anteproyecto de la Ley de economía sostenible (2010, p. 113). (http://www.economiasostenible.gob.es/wp-content/uploads/2009/12/2_4_anteproyecto.pdf).

En Estados Unidos, las políticas de “*say-on-pay*” que se han implementado hasta este año han sido voluntarias y con carácter consultivo⁹. Un proyecto de ley sobre “*say-on-pay*”, presentado en el año 2007 por Barack Obama –quien entonces era senador demócrata por el Estado de Illinois–, fue rechazado en el Senado. En febrero de 2010, el Tesoro de Estados Unidos anunció una política que obliga a los bancos que han recibido “asistencia excepcional” bajo el plan de rescate del Gobierno a revelar su estructura de remuneración y solicitar mediante voto –no vinculante– la aprobación o no de los accionistas, convirtiéndose en el primer requerimiento legal sobre “*say-on-pay*” en Estados Unidos.

3. PRINCIPALES ARGUMENTOS A FAVOR DEL “SAY-ON-PAY”

Defensores de esta forma de activismo accionarial, como el profesor Lucian Bebchuk, de la Harvard Law School, dicen que el “*say-on-pay*” resuelve el problema de la remuneración a los ejecutivos porque, si los paquetes de remuneración tienen que ser aprobados por los accionistas, los ejecutivos dejarán de recibir cantidades excesivas de dinero y desvinculadas de los resultados empresariales. Bebchuk y Fried (2004) presentan el diseño de los paquetes de remuneración más desde una perspectiva de poder del ejecutivo que desde la perspectiva tradicional del diseño de un contrato de remuneración óptimo, donde el consejo de administración diseña un plan de remuneración que sirva a los intereses de los accionistas. Bajo esta nueva perspectiva, estos autores argumentan que los ejecutivos, a través del poder que tienen sobre los consejeros, influyen enormemente en el diseño de sus propios contratos de remuneración, y que hacen uso de este poder para percibir más de lo que sería óptimo. Para estos autores, el diseño de los contratos de remuneración no es solo un instrumento incapaz de resolver el problema de agencia que surge entre accionistas y gestores, sino que es parte del problema de agencia en sí mismo. Este enfoque de extracción de rentas en el diseño de los contratos de remuneración de Bebchuk y Fried fue, por ejemplo, el marco conceptual sobre el que se basó la propuesta de ley sobre el “*say-on-pay*” presentada en Estados Unidos. Si este enfoque resulta ser falso o erróneo, los argumentos a favor de la implementación por ley del “*say-on-pay*” fracasan estrepitosamente, pues el “*say-on-pay*” estaría tratando de resolver un problema que no existe. La pregunta, pues, que sigue es: ¿son realmente los contratos de remuneración ineficientes?

Obviamente nadie parece discutir que, efectivamente, los contratos de remuneración de muchos directores generales han crecido exponencialmente en las últimas décadas. Ahora bien, ¿qué hay detrás de estos aumentos?, ¿han ido acompañados de mayores beneficios también para los accionistas?, ¿son los ejecutivos realmente recompensados por tener suerte en lugar de por su rendimiento?, ¿qué dicen los es-

⁹ Aflac fue la primera compañía que en el año 2008 decidió adoptar voluntariamente una política de “*say-on-pay*”. Otras que también lo han hecho han sido Apple, HP, Intel Corporation o Verizon.

tudios empíricos?, ¿son concluyentes acerca de los beneficios del “say-on-pay” para las empresas?

4. RAZONES PARA NO IMPLEMENTAR EL “SAY-ON-PAY” POR LEY

La elevada remuneración a altos cargos de grandes empresas en medio de la mayor crisis financiera de los últimos tiempos ha dado un fuerte impulso a los defensores de los accionistas; defensores por lo que respecta al derecho de estos a tener voz y voto en el diseño y aprobación de las políticas de remuneración de los altos cargos de las empresas de las que son propietarios. Sin embargo, las siguientes razones demuestran que estas no son necesariamente buenas noticias.

♦ Una sencilla reinterpretación del artículo de Celentani y Loveira (2004) nos permite explicar a qué puede deberse el incremento en los niveles de pago de los ejecutivos, demostrando que esos mayores niveles de pago son el resultado del diseño de contratos de remuneración óptimos, y no necesariamente del poder de extracción de rentas de los ejecutivos. Supongamos que un número determinado de empresas compiten por ejecutivos con distintos niveles de talento ofreciéndoles diferentes contratos de remuneración. Existen distintos tipos de ejecutivos –mejores y peores– y esta es información privada del propio ejecutivo. Cuando una empresa contrata un ejecutivo, anticipa unas posibles realizaciones de beneficios, de forma que si la empresa contrata un mal ejecutivo la probabilidad de éxito es menor que cuando contrata un buen ejecutivo. A la hora de diseñar un contrato de remuneración que permita seleccionar a los mejores ejecutivos, este ha de ser contingente sobre todas las variables observables que proporcionen información sobre el posible tipo del ejecutivo. En este caso, además de la variable relativa al nivel de beneficios de la propia empresa –que es públicamente observable–, la empresa va a observar también una variable que recogerá el tamaño de una empresa de referencia dentro de la industria o sector en el que ella opera. El tamaño puede interpretarse como las ganancias o ingresos medios de la industria. Supongamos que cuanto mayor es el tamaño de la industria, mayor es la probabilidad de éxito de un ejecutivo –manteniéndose la relación de mayor probabilidad de éxito cuanto mejor sea el ejecutivo–. Es decir, el valor que genera un ejecutivo es mayor en una industria de tamaño medio-alto que en una industria de tamaño medio-bajo. Si calculamos los contratos óptimos, el contrato que un buen ejecutivo acepta en equilibrio puede ser tal que¹⁰: los ejecutivos con talento reciben pagos más altos cuanto mayor sea el beneficio empresarial obtenido, pero para un mismo nivel alto de beneficio ganan más cuando trabajan en empresas pertenecientes a sectores con tamaños medios

¹⁰ El resultado de equilibrio y su demostración pueden verse en Celentani y Loveira (2004). En este artículo los autores tratan de demostrar por qué la investigación empírica no encuentra evidencia del principio sobre evaluación relativa del rendimiento (“*relative performance evaluation*”), el cual establece que los pagos de los ejecutivos deben ser crecientes en los resultados de la empresa, pero decrecientes en los resultados de otros ejecutivos de la misma empresa o de otras empresas de la misma industria o sector.

más altos. La razón de este resultado radica en que el impacto de los buenos ejecutivos es suficientemente más elevado en las empresas grandes que en las pequeñas, por lo que las primeras están dispuestas a competir por los mejores ofreciéndoles pagos más elevados¹¹. Esto proporciona una “justificación” económica a la correlación positiva que se observa entre el tamaño de la empresa o industria y el pago de los directores generales, en contra de la visión de extracción de rentas. Bajo esta teoría, Bebchuk argumenta, por ejemplo, que los altos ejecutivos de empresas con un consejo de administración grande –por lo tanto empresas grandes, con muchos segmentos de negocio, etc.– obtienen pagos excesivos debido a la mayor dificultad del consejo para actuar unánimemente contra los altos ejecutivos, pudiendo estos ejercer un mayor poder¹².

Con una motivación similar a esta, en cuanto a que empresas de distinto tamaño dentro de una industria o sector compiten por ejecutivos de distinto talento, Gabaix y Landier (2006) tratan de explicar los elevados incrementos observados en los pagos a los directores generales de las grandes empresas en Estados Unidos desde la década de los años ochenta. Concluyen que es la escasez de talento, las fuerzas de los mercados competitivos y el incremento en el tamaño de las empresas lo que está detrás de estas subidas salariales, y no las teorías sobre extracción de rentas o el poder de los ejecutivos en el mercado de trabajo: “*el incremento de los pagos de los directores generales, multiplicados por seis entre los años 1980 y 2003, pueden ser atribuidos por completo al incremento de la capitalización de mercado, multiplicada por seis, de las grandes compañías americanas durante ese período*” (Gabaix y Landier, 2006, p. 1). Es decir, los directores generales ganan más porque sus accionistas han ganado más.

En la misma línea, Murphy y Zabojnik (2007) argumentan que el aumento en la importancia del capital humano “general” de los ejecutivos –en el sentido de habilidades generales relevantes a la hora de dirigir cualquier organización compleja– en relación con el capital humano más específico –válido únicamente dentro de una organización– ha llevado a menos promoción interna, más contratación externa y, consecuentemente, a un incremento en el salario medio de los directores generales al incrementarse la competencia entre empresas por estos en el mercado de trabajo para ejecutivos, sobre todo por los de mayor talento o habilidad. Son, pues, las fuerzas del mercado y no la existencia de ejecutivos con poder que fijan sus propios salarios lo que determina el incremento en los pagos.

Cuñat y Guadalupe (2005) estudian los efectos de la globalización y el consecuente aumento de la competencia internacional sobre la remuneración de los ejecutivos. Estos autores observan también que la competencia aumenta el salario me-

¹¹ De la misma manera, los pagos son menores cuanto menor es el beneficio empresarial, pero para un mismo resultado pobre se inferirá que con mayor probabilidad el ejecutivo será bueno cuanto menor sea el tamaño medio de la industria que observe.

¹² Con ello no queremos decir que no sea válido el argumento de que los consejos de administración más complejos controlan peor a sus ejecutivos, pero sí que hay que ser cautos a la hora de utilizarlo, pues puede haber detrás otro tipo de razones que expliquen por qué los ejecutivos de empresas grandes están más remunerados.

dio de los ejecutivos y, sobre todo, que cambia radicalmente la forma en que se les remunera, ya que se incrementa considerablemente la parte del salario más ligada a los resultados obtenidos. Esto es consecuencia de que en entornos más competitivos las empresas tratan de aumentar el rendimiento de sus trabajadores ofreciéndoles más incentivos –bonos, acciones y opciones sobre acciones–, así como atraer a los ejecutivos de mayor talento.

En la práctica, empresas como Merrill Lynch han mostrado su preocupación por la seria desventaja competitiva que podría surgir si esta práctica fuese adoptada, pues la fijación de límites o restricciones a la hora de diseñar los paquetes de remuneración afectaría negativamente a la capacidad de las compañías a la hora de reclutar ejecutivos con talento: *“Nuestra compañía opera en un entorno muy competitivo, y nuestro éxito está estrechamente relacionado con nuestra capacidad para reclutar y retener buenos empleados y un equipo directivo de alto calibre. Un programa de remuneración competitivo es, pues, fundamental para nuestro éxito a largo plazo. La adopción de una votación consultiva en Merrill Lynch únicamente llevaría a la percepción de que las oportunidades de remuneración en nuestra compañía pueden ser más limitadas que las de nuestros competidores. Esta percepción nos pondría en una seria desventaja a la hora de atraer el talento necesario para crear valor para nuestros accionistas”* (Merryl Lynch, 2008, p. 57).

La teoría de extracción de rentas por parte de los ejecutivos que proponen Bebchuk y Fried argumenta no sólo que los pagos son excesivos, sino que también son ineficientes, porque los ejecutivos reciben cuantiosas cantidades de dinero incluso cuando fracasan y, por supuesto, más cuantiosas si cabe cuando las cosas van bien, aunque no sea mérito suyo. Es decir, se les remunera por la suerte que han tenido y no por su rendimiento o por su buen hacer: si las acciones suben por una caída en los tipos de interés, ¿por qué deberían beneficiarse los ejecutivos? En esta línea hay estudios empíricos que constatan la existencia de un efecto asimétrico a la hora de diseñar los contratos de los ejecutivos, en el sentido de que los contratos están protegidos o blindados contra la mala suerte, pero son, sin embargo, contingentes a la buena suerte (Garvey y Milbourn, 2006; Bannister y Newman, 2003). Un ejemplo de esta asimetría es la práctica de reducir el precio de ejercicio de las opciones sobre acciones cuando el precio de la acción cae; sin embargo, no se incrementa cuando el precio de la acción sube. En un caso de estudio de la industria del petróleo realizado por Bertrand y Mullainathan (2001), estos autores encuentran que el pago del director general es creciente en el precio del petróleo. Los autores concluyen que esto es inconsistente con la teoría de contratos óptima porque los ejecutivos no pueden ser recompensados por factores fuera de su control, y que esto es sintomático de que, en la línea de Bebchuk y Fried, los ejecutivos tienen un control efectivo sobre los procesos de fijación de su propia remuneración. Existen, sin embargo, diversos estudios teóricos que tratan de explicar la existencia de este aparente “*pay-for-luck*” efecto en los contratos de remuneración. Celentani y Loveira (2006) clarifican que un contrato óptimo puede generar estos patrones de retribu-

ción. En particular, podría ser óptimo pagar más al ejecutivo cuando el resultado de la empresa ha sido bueno y el precio del petróleo alto que cuando el resultado de la empresa ha sido bueno y el precio del petróleo bajo, si el rendimiento marginal del esfuerzo del ejecutivo es suficientemente más elevado cuando el precio del petróleo es alto que cuando es bajo. Pensemos, por ejemplo, que el esfuerzo del ejecutivo incrementa la probabilidad de encontrar nuevos yacimientos petrolíferos, independientemente del precio del petróleo. Por otro lado, estos nuevos descubrimientos se convertirán con mayor probabilidad en mayores beneficios para la empresa cuanto mayor sea el precio del petróleo. La pregunta es: ¿deben los pagos de este ejecutivo depender del precio del petróleo? Si es así, ¿cómo? Cuando los accionistas observan que los resultados empresariales son buenos, piensan: “*o mi ejecutivo se ha esforzado enormemente o ha sido un vago, pero ha tenido suerte*”. Miran, entonces, el precio del petróleo porque este les proporciona información sobre qué ha hecho el ejecutivo. En particular, saben que con un esfuerzo alto la probabilidad de obtener buenos resultados es mayor con un precio alto que con uno bajo. Si observan, pues, que el precio del petróleo ha sido alto, infieren que con mayor probabilidad el ejecutivo ha elegido un nivel de esfuerzo alto, y le pagan, en consecuencia, un mayor salario. Resumiendo, bajo ciertas condiciones remunerar al ejecutivo por variables en principio ajenas a su control, como es el precio del petróleo, no es el resultado de un fallo de agencia, sino la forma en la que los accionistas minimizan el coste de contratar e incentivar a los ejecutivos a actuar en su interés.

♦ Otro tipo de argumentos a favor del “*say-on-pay*” es que a la hora de votar los paquetes de remuneración hay que saber qué se vota, es decir, la empresa tiene que proporcionar un informe detallado sobre las remuneraciones de sus ejecutivos. La implementación del “*say-on-pay*” contribuiría, pues, considerablemente a una mayor información y transparencia sobre los niveles de pago y los procedimientos por los que se fijan las retribuciones de los ejecutivos. Pero esta mayor transparencia, ¿es realmente beneficiosa para los accionistas?

Celentani y Loveira (2010) estudian cómo interactúan las medidas del “*say-on-pay*” con otras medidas tradicionales del rendimiento de los ejecutivos en un entorno en el que los contratos que ofrecen las empresas sirven para el doble propósito de seleccionar a los mejores y de proporcionales los incentivos adecuados para la toma de decisiones en beneficio de los accionistas, una vez han sido contratados. Las variables utilizadas a la hora de diseñar el contrato de remuneración son: a) las decisiones observables por los accionistas que toma el ejecutivo; b) el resultado de estas decisiones para la empresa; y c) la información adicional sobre el ejecutivo que obtienen los accionistas como consecuencia de su mayor activismo o interferencia en la gestión de la empresa. Los resultados obtenidos demuestran que puede ser óptimo ignorar la información adicional aportada por los accionistas sobre el ejecutivo. En particular, cuando las acciones observables que toma el ejecutivo –decisiones de inversión, entrada en nuevos mercados, etc.– y las realizaciones de estas acciones –niveles de beneficio para la empresa– son suficientes para sepa-

rar y dar al ejecutivo los incentivos adecuados, la inclusión de información adicional únicamente introduce riesgo en el contrato, incrementando, en consecuencia, su coste. Es decir, la inclusión de nuevas fuentes de información sobre el rendimiento del ejecutivo a la hora de diseñar los contratos no tiene necesariamente un efecto positivo, sino que puede interferir con el resto de medidas, haciendo del “*say-on-pay*” una decisión inferior desde el punto de vista de la eficiencia de los contratos.

Sin tratar específicamente el tema del “*say-on-pay*”, hay muchos trabajos que demuestran que una mayor transparencia mejora las relaciones de agencia, puesto que permite hacer al agente más responsable de sus acciones. En particular, hay trabajos que demuestran que una mayor transparencia sobre las remuneraciones implica un mayor desarrollo de los mercados financieros (La Porta *et al.*, 2006), o aumenta el valor para los accionistas (Greenstone *et al.*, 2006). Sin embargo, aunque en menor número, también existen trabajos que demuestran que una mayor información no siempre es una medida de creación de valor en las empresas, y que saber más sobre las acciones del agente puede equilibrar peor sus intereses con los del principal (Prat, 2005). En esta línea, el estudio de Admati y Pfleiderer (2009) trata de evaluar un instrumento de control corporativo interno distinto al “*say-on-pay*”: la amenaza de venta de acciones por parte de un accionista. Estos autores estudian un modelo donde un gran accionista tiene información privada –con respecto a otros accionistas– acerca de las decisiones y/o de sus consecuencias sobre el valor de la empresa, de forma que el accionista puede decidir vender sus acciones basándose en esa información. Los autores tratan de ver si la presencia de un gran accionista con información privada reduce los costes de agencia derivados de la acción, la cual es públicamente observable al final del período. Los resultados que obtienen demuestran que la obtención de información privada por parte de los accionistas no siempre conduce a mejores resultados, pues el coste de agencia no se ve necesariamente reducido, pudiendo incluso agravarlo.

♦ Los estudios empíricos que han tratado de estudiar si aquellas empresas que han implementado “*say-on-pay*” han obtenido mejores resultados no son concluyentes. Romano (2001) concluye que, a pesar de la valoración positiva que se hace en general del activismo accionarial, en la práctica este tiene poco o ningún efecto en los resultados de las empresas. Gillan y Starks (2000) analizan las reacciones del mercado en el corto plazo a la aprobación en junta general de accionistas de propuestas sobre “*say-on-pay*”, y no encuentran rendimientos anormales significativos. De manera similar, Karpoff, Malatesta y Walkling (1996) afirman que “*no existe evidencia de que las propuestas de los accionistas incrementen el valor de la organización, mejoren los resultados operativos o influyan en las políticas de la empresa*”. Estas reacciones de corto plazo se miden a través de cambios en el precio de la acción en los días próximos a la fecha en que se celebra la junta. Sin embargo, cabe esperar que los efectos del activismo accionarial se muestren de forma gradual en el tiempo, siendo necesario analizar su impacto en el rendimiento de los accionistas y en la contabilidad de la empresa a más largo plazo. Los resultados en

este sentido han sido mixtos. Gillan (1995) realiza un estudio para empresas objeto de activismo accionarial entre los años 1990 y 1991, y no encuentra evidencia de un efecto riqueza en esas empresas. Sin embargo, estudios de los efectos del activismo por parte de un único inversor institucional obtienen resultados opuestos. Nesbitt (1994) presenta evidencia empírica de que el activismo de CalPERS (California Public Employees Retirement System) genera incrementos en el beneficio de los accionistas de un 40% durante cinco años. Esta pretendida mejora en los beneficios asociada al activismo de CalPERS ha llegado a ser denominada como el “efecto CalPERS”.

A pesar de estos resultados pesimistas sobre el “*say-on-pay*”, hay que ser cautos a la hora de utilizar el argumento de la confusa evidencia empírica para justificar su no implementación, pues estudios empíricos más recientes, con datos para la década del 2000, parecen confirmar un efecto positivo. En este sentido, Davis (2007) analiza los efectos del “*say-on-pay*” en Reino Unido, y concluye que la posibilidad de los accionistas de votar los pagos de los ejecutivos –recordemos que es un voto no vinculante– no ha contribuido a reducir los niveles de ingresos de los altos ejecutivos, pero sí a frenar el incremento de pagos tras la obtención de malos resultados, lo que ha permitido fortalecer la conexión entre la remuneración y los resultados de la organización. En el año 2007, el Institutional Shareholder Services (ISS) analiza las experiencias con “*say-on-pay*” en Reino Unido, Holanda y Australia, obteniendo resultados similares a los de Davis (2007) en cuanto a que el “*say-on-pay*” ha tenido éxito a la hora de incrementar la remuneración vinculada a los resultados, pero que el pago de los ejecutivos ha seguido incrementándose. El ISS argumenta que esto es así porque los accionistas no están realmente interesados en los pagos de los ejecutivos, sino que con sus votos quieren influir en el diseño y la estructura de aquellos.

Un reciente artículo de Ertimur *et al.* (2009) analiza cómo afecta a la remuneración de los ejecutivos las propuestas del “*say-on-pay*” presentadas en el período 1997-2007. Estos autores concluyen que los accionistas son lo suficientemente sofisticados como para identificar qué empresas acogen ejecutivos con pagos excesivos cuando llega la hora de presentar sus propuestas y emitir su voto, que las propuestas de los accionistas intentan sobre todo influir en el proceso por el que se fijan los contratos de remuneración y que, por último, en algunos casos el activismo tiene un efecto moderador sobre los niveles de pago de los ejecutivos.

5. CONCLUSIONES

Desde un punto de vista teórico, el activismo accionarial, y en particular las políticas del “*say-on-pay*”, están recibiendo un apoyo considerable tanto por parte de académicos, políticos y medios como del público en general, como consecuencia sobre todo de los continuos escándalos de pagos a altos ejecutivos en medio de una gran crisis económica y financiera. Después de todo, ¿quién puede negar a los ac-

cionistas el derecho a participar más activamente en las empresas de las que son propietarios? En la práctica, sin embargo, existe un conjunto de incertidumbres y desventajas que contribuyen a la permanencia de un régimen con derechos limitados a los accionistas como norma general¹³. Al fin y al cabo, cuando un inversor compra acciones de una empresa lo hace voluntariamente, así que de alguna manera él decide si quiere tener o no acciones de una empresa que practica o implementa el “say-on-pay”. Probablemente, muchos inversores estarán encantados de no tener que participar activamente en cada una de las empresas de las que poseen acciones, y sobre todo de que otros accionistas tampoco puedan hacerlo.

Este trabajo pretende realizar una contribución teórica, a partir de argumentos de eficiencia económica, acerca de la conveniencia o no de implementar medidas que doten de mayor poder a los accionistas a la hora de diseñar los esquemas de remuneración de aquellos que dirigen sus empresas. Los razonamientos presentados en contra de la implementación del “say-on-pay” por ley se agrupan en tres categorías. Primero, los contratos observados pueden ser resultado de un diseño óptimo de los esquemas de remuneración y no necesariamente consecuencia del poder de los ejecutivos sobre el consejo de administración. Segundo, la mayor información y transparencia que genera la existencia del “say-on-pay” puede empeorar el problema de agencia. En este sentido, hay que llamar la atención sobre la escasa –por no decir prácticamente nula– investigación económica sobre los efectos del “say-on-pay” en el diseño de los esquemas de remuneración que tratan de resolver el conflicto de intereses entre el principal y el agente. Por último, la evidencia empírica no parece demostrar que las cosas hayan mejorado para los accionistas allí donde el “say-on-pay” ya se ha implementado.

Es importante resaltar el carácter económico de los razonamientos aportados, pues son los argumentos de índole más política y social los que predominan en los debates sobre este tipo de medidas de control corporativo. Otros argumentos que “critican” el “say-on-pay” más en esta línea son:

- a) Algunos opositores a este papel más activo de los accionistas en la organización de la actividad empresarial afirman que al otorgar a los accionistas la posibilidad de aprobar los paquetes de remuneración se podrían estar distorsionando las estructuras tradicionales de las empresas: los accionistas delegan en profesionales la gestión y administración de la empresa, siendo el consejo de administración quien decide sobre la mayoría de los asuntos de aquella, y el diseño de los paquetes de remuneración no es una excepción. Como afirma Bainbridge (2005), esta toma de decisiones centralizada es económicamente eficiente, pues centraliza toda la información relevante y resuelve los importantes conflictos de interés que surgen en una institución, como es una empresa, formada por una

¹³ La prueba más reciente fue el rechazo del Senado a la propuesta del “say-on-pay” presentada por el ahora presidente de Estados Unidos, Barack Obama, cuando era senador.

estructura de distintos grupos de interés con sus propios objetivos y finalidades y con diferentes niveles de información.

- b) No está del todo claro si el “say-on-pay” ayuda a reducir el conflicto de intereses que surge entre los accionistas y la dirección de la empresa o si, por el contrario, pone de relieve las diferencias existentes entre grupos de accionistas, de forma que cada grupo tratará de ejercer presión sobre las decisiones de la empresa con el objetivo de maximizar su propio beneficio, aunque ello perjudique los intereses del resto de los inversores. En este sentido, los grandes inversores institucionales, como los fondos de inversión o de pensiones, son los que tienen un mayor interés en ejercer un activismo accionarial. Sin embargo, utilizan las propuestas presentadas en las juntas generales de accionistas para obtener beneficios para sus propios inversores, beneficios que no obtendrían a través de un proceso de negociación, y que no son necesariamente en interés de otros accionistas de la empresa.

En resumen, el “say-on-pay” se ha convertido en una medida que resulta políticamente muy atractiva; sin embargo, hasta el momento no existe ningún estudio económico, empírico o teórico que demuestre o aporte evidencia clara de que hacer obligatoria una votación sobre las políticas de retribución de la empresa crea valor para los accionistas. Por supuesto, esto no quiere decir que el “say-on-pay” no pueda ser –económicamente hablando– una buena idea, simplemente no lo 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.