

Recensión al libro de Lucian
Bebchuk y Jesse Fried, *Pay
without performance. The
unfulfilled promise of executive
compensation*, Harvard University
Press, Cambridge M.A., 2004

M^a Isabel Sáez Lacave

Facultad de derecho
Universidad Autónoma de Madrid

289

1. El trabajo de los profesores americanos Bebchuk y Fried, *Pay without performance*, viene a fijar su atención en uno de los asuntos clásicos de la discusión en torno al gobierno corporativo: el sistema de retribución de los administradores. La tesis del libro se avanza en la portada, pago sin cumplimiento, lo que apunta a una crítica al sistema retributivo vinculado a resultados de los administradores –me refiero en todo momento a los ejecutivos- que se ha instalado en la cultura empresarial en los últimos años, y que ha ocasionado el aumento vertiginoso de los sueldos¹. El título sugiere que la remuneración de los administradores resulta desproporcionada: altos ingresos para bajos rendimientos. El problema no sería tanto que los administradores ganen cantidades escandalosas para la medida del ciudadano medio (como, por otro lado, acontece con futbolistas y estrellas de cine), sino que las sumas percibidas como contrapartida de sus servicios sean injustificadas atendiendo a las ganancias que han rendido a la empresa.

El libro atrapa ya por el enunciado, y no decepciona. El nervio de la argumentación toma cuerpo con fuerza desde las primeras páginas: *los planes de remuneración de los directivos son ineficientes porque son producto del poder de maniobra de los propios directivos, y no, como se suponía, del poder de la negociación, de los arreglos contractuales entre la sociedad y sus equipos de gestión*. Esta idea se desenvuelve con precisión, siguiendo un plan que se despliega en tres fases. La primera fase asienta la hipótesis en el plano teórico o argumental: los cuatro primeros capítulos se dedican a desacreditar la tesis dominante de que la retribución es un mecanismo eficiente para someter a los administradores a los intereses de los socios; y los capítulos cinco y seis sustentan el núcleo de su argumentación, lo que llaman la perspectiva del poder de los directivos, que viene a decir que el poder de influencia de los directivos es tan amplio, que, en realidad, dictan su propio sueldo. La segunda fase se emplea en cimentar sus teorías en el plano empírico, y a tal fin, revisan la influencia de los directivos en cada una de las formas de contraprestación. La tercera, y última fase la invierten en recomendar reformas encaminadas a restaurar la relación entre pago y cumplimiento.

La reseña se ordena como sigue. En los apartados dos, tres, y cuatro siguientes se quiere sistematizar una guía del texto, articulada según los tres cuerpos de que consta, -hipótesis, fundamentación empírica, y sugerencias de reforma. El objeto es iniciar al lector curioso en la obra, e instruirle sobre lo que le aguarda si se anima a emprender su lectura. Los apartados cinco, seis y siete reparan en las reflexiones que me ha suscitado su análisis.

2. La discusión se enmarca en el terreno de la doctrina de los costes de agencia, sin duda la doctrina más influyente en la comprensión del fenómeno de las sociedades de capital abiertas. Desde esta perspectiva, la retribución sería uno de los instrumentos diseñados para alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas. Como es sabido, el modelo típico de la sociedad de capital abierta se fundamenta en el paradigma de la separación entre propiedad y control –relación de agencia entre inversores financieros y directivos. La especialización de funciones entre quienes financian la empresa y quienes la dirigen favorece la eficiencia de la

¹ Es irrefutable que la retribución de los administradores se ha disparado en las pasadas dos décadas en Estados Unidos. Los números cantan: si en 1991 el sueldo de un alto ejecutivo en una gran empresa americana era 140 veces mayor que un trabajador, en 2003 aumentó la diferencia a 500 veces, y subiendo (v. “CEOs and their Indian Rope Trick”, *The Economist*, 9 de diciembre, 2004).

sociedad: las tareas se asignan a quienes están en mejores condiciones de llevarlas a cabo. La contrapartida, el conflicto de intereses entre quienes poseen la propiedad legal sobre los activos de la empresa y quienes controlan su uso y aplicación. En esta tesitura, los sistemas de retribución se explicarían como mecanismos reductores de los costes de agencia, o, si se prefiere, como incentivos para obligar a los administradores a cumplir, a maximizar el valor de la empresa. Se trataría de hacer converger los intereses confrontados a través de la remuneración, esto es, alinear la maximización de la riqueza personal de los directivos con la maximización del valor económico de los activos sociales que, al repercutir en el valor de la acción, determina la riqueza de los inversores financieros.

Esto es al menos lo que dicta la teoría. Y en este contexto se alza la crítica de Bebchuck y Fried. Según ellos, si miramos las cosas como son, si nos quitamos la venda de los ojos, descubriremos que el sistema de retribución no funciona como los académicos habían pronosticado. Lejos de ser una herramienta más o menos eficaz para reducir costes de agencia, se trataría de todo lo contrario: de un procedimiento de expropiación de los accionistas. La denuncia es grave, porque pone en cuestión a la literatura financiera dominante que habría contribuido a legitimar estos abusos por parte del *management*. Se trata, en fin, de una crítica de las que duelen, de las que la academia se suele mostrar reacia a reconocer y aceptar. En el fondo, advertir que el poder fáctico de los administradores es mayor de lo que sospechábamos, nos obliga a replantearnos varios de los dogmas más asentados en torno a las relaciones contractuales de la sociedad con sus *managers*.

La pregunta, entonces, no se deja esperar: ¿cómo es posible que los *managers* ostenten tanto poder? La respuesta es simple, porque lo tienen, porque son, de hecho, quienes mandan. Los autores invierten ingenio y esfuerzos en persuadirnos de que el entramado de cauciones dispuesto para dominar el poder de los administradores ha devenido inconsistente. La presa contractual cede frente a la fuerza de la corriente. Lo que hasta ahora interpretábamos y descifrábamos en clave de gobierno corporativo, ha resultado ser un fraude encubierto. El embuste se representa en dos escenarios, de puertas para adentro de la organización societaria, y de puertas para afuera, frente al público. En el plano institucional o interno, se observa que la pretendida independencia del consejo de administración frente a los directivos no es tal. El consejo de administración no puede desarrollar eficazmente las tareas de vigilancia y control que tiene encomendadas porque los directivos influyen decisivamente en su composición: sus miembros quieren, sobre todo, seguir conservando sus puestos, y beneficiarse de los privilegios de sus cargos. La supuesta independencia se quiebra también en los órdenes psicológico y social: los sentimientos de camaradería y afecto entre los controladores y los controlados trasciende la relación estrictamente negocial. La corrupción del sistema se refleja a la postre en el funcionamiento de las comisiones de retribución, que tienen escasas posibilidades de proteger convenientemente los intereses de los accionistas al negociar con los directivos sus compensaciones económicas. Más bien al contrario, los directivos con mayor poder consiguen mayores ventajas patrimoniales y, además, desvinculadas de la contraprestación.

En el plano del control externo del mercado y de los inversores, el sistema también falla. Es sabido que los administradores se inclinan por sustraerse a la inspección externa, y en un

capítulo tan sensible como el remuneratorio, más (no es de extrañar que la adopción de medidas anti-OPA, vaya por lo regular acompañada de incrementos salariales). Lo más grave es el comportamiento doloso de los administradores. Nos referimos a las estrategias de ocultación al escrutinio público de la retribución pactada en el ámbito interno. El camuflaje, como bien hacen notar los autores, es una prueba irrefutable del carácter fraudulento y expropiatorio de las compensaciones que reciben. Los directivos, asistidos por los asesores de la compañía, analizan los subterfugios contables y legales a su alcance para que el volumen de sus ingresos y gratificaciones no despierten la atención de los *outsiders*.

En resumen, la retribución de los administradores no responde a políticas de sometimiento contractual de sus intereses privados a cambio de contrapartidas económicas, sino que es fruto de su poder de influencia en el organigrama social y de sus habilidades para escamotear las cantidades detraídas a la vigilancia de los *outsiders*. La conclusión es clara: la retribución así configurada, -y en contra de las predicciones teóricas- no sirve a los intereses de los accionistas, no cumple al función de incentivar y mejorar el rendimiento de los *managers*; al contrario, es una vía generalizada de fraude. O dicho de otro modo, en vez de reducir costes de agencia, de hecho, los aumenta.

3. Los capítulos centrales están dedicados a ilustrar la hipótesis del *managerial power* que han enunciado en la primera parte del libro a través de la exposición de las prácticas retributivas más comunes en las sociedades. Se trata de comprobar dos cosas. Primero, que muchas de estas prácticas son gratuitas, que no están vinculadas a resultados, ni diseñadas para obligar a los directivos a cumplir. Y segundo, que los administradores tratan de encubrirlo ocultando las contrapartidas que reciben de la empresa.

Las formas de remuneración de los administradores se suelen agrupar en tres categorías: (i) salario y otros conceptos fijos -como, por ejemplo, la antigüedad- que no están determinados por el rendimiento, (ii) incentivos, entre los que se cuentan los *bonus*, vinculados a resultados contables, y (iii) opciones, que se basan en el valor de la acción². Comienzan su exposición relatando las tácticas más gravosas -y, por ello, las más elocuentes del poder de los directivos-, entre las que se cuentan las gratificaciones a los *managers* cuando cesan, las partidas de sueldo actual diferidas a la pensión y los préstamos a fondo perdido disfrazados de ayuda financiera [v. *infra*. a)]. El discurso prosigue llamando la atención sobre el hecho de que la fracción más sustancial del sueldo es fijo [v. *infra*. b)]. Y, por último, advierten que el tramo que varía a resultas del valor de la acción se ha manipulado para que no altere su nivel de riqueza [v. *infra*. c)].

a) Los capítulos siete, ocho y nueve se enfrentan a las retribuciones más gratuitas y menos justificadas de todas. En efecto, las sociedades suelen liquidar generosas compensaciones no pactadas de antemano a los directivos que se despiden de la sociedad y con independencia de que la salida este provocada por la jubilación o por la destitución del administrador. Tales

² V. M. C. JENSEN (2000), *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*, Harvard University Press, Cambridge M.A., pp. 144-145. En esencia, también K. MURPHY (1998), "Executive compensation", en O. ASHENFELTER y D. CARD (eds.), *Handbook of labor economics*, vol.3, North Holland, Amsterdam.

muestras de generosidad servirían para endulzar la salida, o como muestra de gratitud o de camaradería, pero en ningún caso servirían a los intereses de los accionistas. Un patrón parecido presentan las indemnizaciones a los directivos cesantes tras la adquisición de la sociedad por parte de una empresa competidora. Para el adquirente, suele ser interesante realizar tales cancelaciones como estrategia para obtener mejores condiciones de compra (no en vano estudios recientes muestran la relación entre bajos premios y altas compensaciones a los directivos que pierden su puesto con la operación).

Criticables son asimismo los “retiros dorados”. La tesis de los autores es que una parte sustancial de la remuneración pactada se aplaza al momento en el que los directivos causen baja en la sociedad, para así dificultar su rastreo y control. Adoptarían formas diversas, como planes de pensiones especialmente beneficiosos, utilización privada de privilegios y beneficios de la sociedad, como pudiera ser el jet de la compañía; asignaciones diferidas, o contraprestaciones excesivas por actividades de consultoría, para el mínimo o incluso nulo servicio prestado. En todo caso se trata –concluyen los autores– de mecanismos de remuneración de los directivos desvinculados de su rendimiento.

Otra práctica común en las empresas americanas –hasta que ha sido prohibida por la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002– eran los préstamos otorgados a los altos directivos a un interés inferior al de mercado con el propósito de financiar la adquisición de paquetes accionariales de la sociedad. En realidad, la mayoría de tales créditos se destinaban a otros fines, y lo que es aún más revelador, se solían condonar con la salida del ejecutivo de la sociedad. Todo ello hace sospechar que se trataba de otra maniobra de camuflaje de la retribución de los directivos.

b) Las páginas dedicadas a las partidas del salario más o menos fijas no son novedosas. Es sabido que la retribución así concebida no está alineada con la calidad de los servicios prestados a la empresa, ni contribuyen a mejorar el rendimiento del manager. Lo mismo sucede con los *bonus*: la experiencia empírica sostiene que son desembolsos fijos, que se pagan incluso cuando los resultados económicos han sido malos o inferiores a lo previsto.

c) Las *stock options* reciben detallada atención en los cuatro capítulos que componen la parte tercera del libro. Su tesis es que si bien los planes de opciones sobre acciones son instrumentos idóneos para obligar a los directivos a cumplir, los administradores los han modelado para que sirvan a sus intereses. El defecto principal que presentan los planes convencionales es que no filtran los *windfalls*, es decir, las ganancias reflejadas en el valor de las acciones cuando el mercado bursátil marca precios al alza. Lo que hace que los directivos se lucren gracias a unos resultados que no se corresponden con su esfuerzo. La solución, en su opinión, es fácil: sustituir los planes de acciones convencionales por planes sujetos al *index* (*indexed options*). Los autores defienden la supremacía de este tipo de opciones y concluyen que si todavía no se han implantado ha sido por la oposición de los *managers*. Otras explicaciones, como el trato contable desfavorable que provocan, -y, en cambio, las repercusiones que las altas ganancias de los planes convencionales tienen sobre el comportamiento futuro de la acción- no les resultan convincentes. Aunque así fuera –arguyen los autores–, el cambio resultaría eficiente: el dato material –la mayor

efectividad de la gestión-, sería superior al dato formal –sus implicaciones contables. En esta línea (aunque relegado al capítulo trece) tampoco les parece sensato sustituir las opciones sobre acciones convencionales por acciones restringidas, por tratarse de opciones de coste cero. La ventaja -un plazo de retención mayor antes de ser ejercitadas- que por otra parte, podría igualmente pactarse en los planes convencionales, no lo justifica frente a su contrapartida, el incremento de los temidos *windfalls*.

Los autores corolan su análisis confeccionando todo un catálogo de malas prácticas. Así, por ejemplo, denuncian el uso generalizado de las opciones *at-the-money* (el precio de compra se fija en torno al precio de mercado en el momento de otorgarse), –en lugar de las opciones *out-of-the-money* que, según sugiere la evidencia empírica, son más sensibles al rendimiento de los directivos. O el uso de revalorizar las opciones cuando el precio de la acción cae, que se quiere ver como medida de protección y de retención de los administradores frente a las fluctuaciones adversas de la bolsa, y que en realidad es un dispositivo para optimizar sus ingresos. O la recarga de las opciones, que se piensa favorece la cartera de valores de la sociedad en manos del directivo, cuando lo cierto es que se suelen vender al ejercitar las opciones. O, en fin, la libertad que ampara a los ejecutivos a la hora de vender sus opciones y paquetes accionariales. Los autores critican tal discrecionalidad en la medida en que reduce la efectividad de los incentivos que se incorporan en este tipo de instrumentos financieros, y que se basa, justamente, en exponer la actividad del *manager* a las leyes del mercado. Otro aspecto del problema es que los *managers* están en posición de usar su acceso a información interna en su provecho al negociar con sus valores (*insider trading*).

4. La sección que cierra el trabajo se detiene en las implicaciones de política normativa de su análisis. Dividen sus recomendaciones en dos apartados: el capítulo quince propone la reforma del sistema retributivo vigente y el capítulo dieciséis indaga soluciones más profundas en el terreno del gobierno corporativo, en las relaciones entre accionistas y administradores.

El primero de los capítulos mencionados recoge sumariamente varias de las medidas que ya se habían adelantado a lo largo de la exposición. Sugieren, por ejemplo, que las sociedades descarten los sistemas de retribución no vinculados a la productividad, como son los *bonus* automáticos o las recompensas a los *managers* despedidos. En el terreno de las opciones sobre acciones, recomiendan adoptar las opciones indexadas, y limitar la discrecionalidad de los administradores a la hora de ejercitar la opción.. El énfasis, sin embargo, lo ponen en la *transparencia* (*transparency*, no simplemente *disclosure*). Este es el arma para combatir el camuflaje y la salvaguarda más efectiva de los intereses de los accionistas. Se trata de que las sociedades publiquen la información relativa a la remuneración de los administradores, pero sobre todo, que la información cumpla su cometido de informar, que sea transparente, clara, y comprensible para los *outsiders*.

El capítulo dieciséis ofrece varias propuestas de gobierno corporativo. Se trata, como indican, de que el consejo sea más independiente de los ejecutivos, pero sobre todo, de que los *managers* sean menos independientes de los accionistas. Y para ello sugieren, por ejemplo, que los accionistas

aprueben los planes de opciones sobre acciones, o que puedan nombrar directamente a los miembros del consejo.

5. Hasta aquí la referencia de su trabajo. Antes de entrar en el debate, es justo reconocer que Bebchuk y Fried han hecho una contribución muy valiosa a la literatura especializada en la materia. A pesar de su reciente aparición, ya se ha convertido en una lectura obligada para quienes pretendan adentrarse en estas cuestiones. Una prueba más del buen oficio de los autores, que se denota en tres rasgos, no tan frecuentes en muchos de los estudios doctrinales al uso: la solidez, la claridad y la facilidad de su lectura.

Es un trabajo *sólido*, como lo evidencia el esqueleto del texto -discurso teórico bien argumentado con evidencia empírica-, que se aplica sistemáticamente a los mecanismos más controvertidos de retribución. La buena factura se comprueba en dos aspectos: la documentación y la argumentación. Decir que el trabajo está bien documentado no quiere expresar que abruma el repertorio bibliográfico, sino más bien que el aparato está bien seleccionado y bien trabajado. La exposición está contrastada en todo momento con las conclusiones de otros académicos, para asumirlas o para rebatirlas. Decir que el análisis respeta las reglas de la argumentación, supone que está guiado a cada paso por una lógica discursiva implacable: que el discurso se construye con coherencia, y sin contradicciones.

Se trata asimismo de un estudio *claro e inteligible*. El trabajo es denso: nada sobra, se dice llanamente lo que se quiere decir. El rigor del texto aumenta su exposición a la crítica, a la falsabilidad: permite ser rebatido con precisión, y pone a prueba la razonabilidad de lo que se manifiesta. Este es un valor inestimable para la producción científica y para la discusión académica. No en vano el libro ha despertado un fuerte debate -y de alto nivel- en la literatura americana³.

Es un libro de *lectura fácil*. Y -añadiría-, ameno. Simplificar el trabajo de comprensión del lector es una deferencia de agradecer. También es muy meritorio hacer simple lo complejo. Sin embargo, a menudo se entiende como un desdoro. La idea -muy extendida- de que la calidad del análisis se mide por lo enrevesado del resultado debe ser superada. Este libro nos proporciona un buen modelo en esa dirección.

6. En el terreno de los *contenidos*, el trabajo es muy sugerente. Los autores hacen un buen diagnóstico de los problemas del sistema retributivo en Estados Unidos. *El mérito del estudio estriba en que se describe de forma nítida el fraude que hay detrás de los sistemas de remuneración que creíamos eficientes*. Los escándalos financieros que hicieron temblar la economía americana a principios de los 2000 han puesto en evidencia que las cosas no eran lo que parecían: la

³ La discusión ya se encendió a raíz de la publicación de los artículos que anteceden al libro, v. K. J. MURPHY (2002), "Explaining executive compensation: managerial power versus the perceived cost of stock options", 69 *U. Chi. L. Rev.* 2002, pp. 847 ss. Otras son posteriores, v. J. E. CORE, W. R. GUAY, R. S. THOMAS (2005), "The U. S CEO compensation inefficient pay without performance?", en <http://ssrn.com/abstract=648648>; S. M. Bainbridge, "Executive compensation: who decides?", 83 *Texas. L. Rev.* 2005, , pp. 1 ss

remuneración por incentivos había conducido a la práctica generalizada de manipular contablemente los resultados y la burbuja financiera al final explotó.

La experiencia dicta que las crisis financieras traen consigo sus propias enseñanzas y su correspondiente medicina. Este caso no ha sido una excepción. Las enseñanzas las extraen los observadores del mundo empresarial, en particular los académicos. En estas coordenadas debemos entender el modelo del *managerial power* que se formula en la monografía: se trata de que tomemos conciencia del poder efectivo de los *managers* -algo que hasta el momento no se había hecho-, y se tomen medidas para reducir su ámbito de acción⁴. En cuanto a la medicina, se ha tratado de poner remedio a los desajustes regulando medidas correctoras, en buena parte articuladas a través de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. La receta aplicada es conocida: robustecer las políticas de independencia y de transparencia. Es justo reconocer que varias de las recomendaciones de política normativa que se hacen en la monografía ya se han puesto en práctica⁵. Queda sólo esperar para poder valorar sus efectos.

Las lecciones que la perspectiva del poder de influencia de los administradores brinda a la discusión norteamericana sobre retribución y costes de agencia son sin duda sustanciosas. Lo que no obsta para que este trabajo pueda también contribuir a enriquecer nuestro propio debate. Dos reflexiones son en este sentido especialmente provechosas. La primera se refiere a algo que queda muy bien reflejado en el libro y es que, *cuando existen conflictos de intereses –y el caso de la remuneración es en este sentido paradigmático–, las fuerzas del mercado y de la libre contratación no conducen por si solos a soluciones justas y eficientes*. Entonces el Derecho importa, y mucho. El caso descrito por Bebchuk y Fried, el análisis de la remuneración vinculada a beneficios, nos da buena prueba de ello. En un sistema de propiedad accionarial dispersa como el estadounidense, en el que los accionistas tienen muy difícil vigilar a los ejecutivos, se ha visto tradicionalmente la remuneración como un instrumento poderoso para disciplinar a los administradores a cumplir los intereses de los accionistas. En los años noventa el sistema remuneratorio de los *managers* americanos pasa de ser fijo a depender de la progresión del valor de las acciones. El cambio busca poner remedio a la construcción de imperios típica de los años setenta y ochenta: como existía una correlación entre el sueldo y las dimensiones de la empresa, los administradores se habían esforzado en aumentar el tamaño del negocio antes que su rentabilidad. Se pensó entonces que un sistema retributivo vinculado a resultados corregiría naturalmente tales insatisfacciones. Y ahí justamente está la falacia que este libro nos descubre. La retribución, por sí misma, es un instrumento deficiente para alinear los intereses de los administradores con los intereses de los accionistas. El conflicto es tan intenso que es preciso que el derecho intervenga para reducir el

⁴ Una tesis que, por otra parte, no es enteramente nueva, v. por ejemplo, G. MAIN, C. O'REALLY, G. CRYSTAL (1995), "The CEO, the board of directors, and executive compensation: economic and psychological perspectives", 11 *Industrial and corporate change* 1995. Pero es indudable que suyo es el mérito de perfilarla, pulirla y aquilatarla. Repárese que esta óptica está detrás de muchas prácticas de buen gobierno, como la constitución de una comisión de retribución que minimice la influencia del director general en la determinación de su paquete retributivo.

⁵ Nótese que el grueso de la tesis ya se habían avanzado en dos trabajos previos de los mismos autores en colaboración con un tercero, y que datan de unos años atrás [v. L. BEBCHUK, J. M. FRIED, & D. I. WALTER (2002) y (2001), "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", 69 *U. Chi. L. Rev.*, 2002, pp. 751 ss; y "Executive compensation in America: optimal contracting or extracting of rents", en <http://ssrn.com/abstract=294099>]. En el ínterin, reformas legislativas de las que dan cuenta en el texto han reducido sustancialmente el *managerial power*.

oportunismo, y con ello, la expropiación. Un sistema retributivo confiado a las *stock options* es una píldora envenenada si no se acompaña de reglas de gobierno corporativo complementarias que neutralicen sus incentivos perversos. Como se ha podido comprobar, a falta de ulteriores controles, los administradores han ejercido toda su influencia para hacer que las opciones sobre acciones sirvieran fraudulentamente a sus intereses particulares.

La segunda reflexión nos advierte que *el Derecho es también la herramienta adecuada para atajar el fraude en nuestro entorno empresarial*. Quien lea el libro de forma apresurada puede llegar a la conclusión de que trata problemas típicos del modelo empresarial americano, que tienen poco que ver con lo que acontece entre nosotros. Este juicio es exacto. Lo que no significa que no podamos aprovecharnos de sus lecciones. Es cierto que en Europa los administradores tienen unos sueldos más ajustados y que no se han visto envueltos en escándalos de contabilidad creativa de las dimensiones americanas: se producen menos “pelotazos”, y son más modestos. Pero estaríamos errados si pensáramos que por ello nuestras empresas están libres del fraude, que no lo están. Lo que sucede es que los conflictos de intereses son otros: la relación de agencia entre administradores y accionistas no es costosa; sí lo es, en cambio, la relación entre socios de control y socios minoritarios.

En efecto, el sistema de propiedad concentrado típico de nuestras sociedades cotizadas tiene la ventaja de que no hay apenas costes de agencia: los administradores están bajo el control férreo del socio mayoritario y tienen pocas posibilidades de extraer de la sociedad ventajas particulares. A parte, los administradores no están interesados en provocar artificialmente la subida diaria de las acciones en la bolsa, simplemente porque los socios mayoritarios invierten y desinvierten de golpe mediante la transmisión del paquete de control. Por ello, no es de extrañar que en nuestro sistema financiero no se observen los engaños descritos en el libro. Para detectar el fraude en nuestras sociedades debemos poner el foco donde corresponde y vigilar de cerca a los socios de control, a los *insiders*. En contrapartida a los bajos costes de agencia, surge el problema de los beneficios privados del control, que es un fraude más dañino, porque se produce a largo plazo y es difícil de detectar. A estas alturas, resulta evidente que la resolución del conflicto no puede encomendarse al mercado: el argumento de que los mayoritarios no van a defraudar a los minoritarios porque los necesitan y no pueden permitirse perderles, se ha demostrado falaz. Los estudios empíricos nos advierten que el nivel de expropiación de los socios de control es alarmante⁶. Por ello, el fortalecimiento del sistema normativo mediante reglas que protejan a los *outsiders* es prioritario para superar el conflicto de intereses entre mayoría y minoría⁷.

7. Los detractores del *managerial power* han criticado la óptica del libro. Nadie desconfiaba de que los administradores hayan viciado el sistema de remuneración: ya no es dudoso -gracias a su

⁶ V. A. DICK y L. ZINGALES (2004), “Private benefits of control: an international comparison”, 59 *J. Fin.* 2004, pp. 537 ss; T. NENOVA (2002), “The value of corporate votes and control benefits: a cross country analysis”, en <http://ssrn.com/abstract=237809>.

⁷ Es sabido que nuestro sistema normativo acusa serias deficiencias estructurales en medidas anti-expropiación, en materia de protección de los inversores. Aunque no existen datos sobre España, sí los hay sobre los países de nuestro entorno -en particular sobre Italia-, y no es difícil hacer el paralelismo, v. los estudios empíricos al respecto, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Schleifer, R. W. Visny, “Legal determinants of external finance”, 52 *J. Fin.*, (1997), pp. 1131 ss; “Law and Finance”, 106 *J. Pol. Econ.*, (1998), pp. 1131 ss.

contribución- que el capítulo retributivo es, en sí mismo, un coste de agencia. La objeción que se le hace es otra: se le achaca que han exagerado su trascendencia en la economía americana. Se dice, primero, que no se sustenta empíricamente la medida de la expropiación, el coste que ocasiona a la sociedad, por lo tanto no sabemos valorar si supone un mordisco grande o pequeño a la manzana social. Y segundo, siguiendo con las manzanas, como se preguntara Kim Clark, el Dean de Harvard Business School, seguimos sin saber si los ejemplos que ofrecen ilustran escándalos aislados –manzanas podridas-, o es un fenómeno generalizado e institucional –se trata de la tina. Es preciso advertir que detrás de estas críticas puede estar el convencimiento íntimo de que el derecho no debe interferir en el funcionamiento de los mercados que se suponen competitivos, como es el caso del de los directivos. Con todo, apuntan algunas reflexiones que no deberían pasarnos desapercibidas. Porque, en efecto, tratar de explicar toda incidencia del fenómeno retributivo a través de la actividad de los directivos como buscadores de rentas puede en ocasiones resultar demasiado forzado.

Si ponemos las cosas en sus justos términos, debemos admitir el poder de influencia de los administradores en el diseño de su propio salario, al propio tiempo que comprobamos que el análisis del problema retributivo en términos de estrictos costes de agencia resulta insatisfactorio. Se trata del viejo problema de que entendemos por retribución “justa”, o, si se prefiere, eficiente. Normalmente la competencia del mercado marca los precios. Lo mismo debería predicarse del mercado de servicios de dirección de empresas, si no fuera porque el conflicto de intereses entre el prestador y el arrendador de tales servicios empaña el proceso del ajuste del precio. El oportunismo se origina porque es muy complicado medir la productividad de los directivos aisladamente del resto del capital humano. *Lo que no significa que las anomalías –como el ascenso de las compensaciones- puedan explicarse en todo caso convenientemente como estrategia de los administradores para hacer que el binomio prestación-contraprestación se incline a su favor.* La cuestión de la remuneración es poliédrica y trasciende las coordenadas de los costes de agencia. La percepción común de lo que es excesivo en materia de remuneración no se valora en términos de cumplimiento, no tiene que ver con que el administrador se lo haya o no ganado. El clamor popular frente los altos sueldos de los directivos se funda en su valor absoluto: es excesivo por comparación con lo que los demás trabajadores ganan en sus empleos. Y en estas coordenadas caben explicaciones muy plausibles –y menos perversas- a varias de las estrategias de camuflaje que los autores denuncian en su libro. No es desatinado pensar, por ejemplo, que el ocultamiento puede servir a los intereses de los accionistas, en la medida en que tratan de conservar un buen ejecutivo en sus filas sin despertar el escándalo público. El problema, entonces, sería otro: el fracaso de la comisión de remuneración a la hora de explicar a sus accionistas las condiciones del pacto y las razones que lo avalan. En términos similares, también puede haber buenas razones que expliquen la preferencia de las empresas por los planes de opciones sobre acciones convencionales sobre las indexadas: desde los costes de diseño o de incentivos, hasta la política de extender los planes a los trabajadores. En suma, el *managerial power* es una disfunción en el gobierno de las empresas abiertas y un argumento válido para valorar la eficiencia de los mecanismos remuneratorios al uso; pero no el único, ni siquiera, en ocasiones, el más indicado. Baste recordar a tales efectos que la escalada de los sueldos de los directivos coincide temporalmente con reformas profundas en los consejos de administración para someter el poder de los directivos.

Bajo esta óptica, es claro que el gobierno corporativo debe seguir siendo asistido con reformas en el apartado remuneratorio. No obstante, el remedio que proponen los autores -el reforzamiento del poder de los accionistas- despierta razonables recelos. Parece más adecuado seguir ahondando en políticas de independencia de la comisión de remuneración y de transparencia de los acuerdos retributivos que se pactan con los directivos⁸. El objetivo de reducir la influencia de los administradores ejecutivos en el proceso compensatorio se conseguiría de este modo, sin alterar el juego de competencias en el seno de la sociedad. La transparencia contribuiría a que el mercado de este tipo de servicios -constreñido por muchos factores, incluidos los de carácter social- determine con mayor precisión cuánto vale un ejecutivo.

El debate está servido. Concluyo, pues, animando encarecidamente la lectura del libro.

⁸ Especialmente convincentes resultan las medidas sugeridas por J. N. GORDON (2005), "Executive compensation: if there's a problem, what's the remedy? The case for Compensation Disclosure and Analysis", en <http://ssrn.com/abstract=686464>. El autor sustenta la opinión de que la comisión de compensación debe publicar un documento -el CD&A-, firmado por todos los consejeros que forman parte de la misma, en el que se rindan cuentas de la retribución y se justifique su oportunidad y adecuación. Paralelamente, la junta debería mostrar su conformidad y aprobarlo.