

# Retribución de Ejecutivos: Algo Cambia para que Todo Siga Igual

Juan Pedro Gómez  
Profesor de IE Business School



Foto: Maggyproducciones



La pasada semana el IE Business School reunió a algunos de los mejores especialistas académicos y profesionales a nivel internacional en retribución de ejecutivos.\* Hoy en día se acepta de manera casi incuestionable que los sistemas de retribución de altos ejecutivos, y en concreto los de entidades financieras, son una pieza fundamental para explicar la crisis financiera global. Así también parece entenderlo el Consejo Europeo a través de su Directiva 2010/76, base de la reforma puesta en marcha por el Banco de España: "Las inadecuadas estructuras de remuneración de algunas entidades financieras han sido un factor coadyuvante" en la quiebra de dichas entidades y los problemas sistémicos en los Estados miembros y a nivel mundial. No existe, sin embargo, ninguna evidencia académica o profesional sólida, antes o después de la crisis, que justifique tal afirmación (sin que, en principio, parezca probable un pacto de silencio entre académicos y altos ejecutivos para exonerar a estos últimos).

Eso no es todo: varias de las medidas que la Directiva defiende como antídoto al supuesto riesgo excesivo asumido por los ejecutivos y a su visión de corto plazo coinciden irónicamente con las políticas de remuneración en vigor antes de la crisis (que no impidieron que muchas de esas empresas y bancos quebraran). A modo de ejemplo me centraré en dos medidas: pago del variable en acciones y pago diferido del variable.

La Directiva defiende que "una parte importante" del variable debe consistir en acciones o instrumentos vinculados a acciones, en clara referencia a las *stock options*. Por razones históricas de índole fiscal y contable, y quizás también por una cultura empresarial menos aversa al riesgo, el porcentaje de la retribución vinculada a acciones y sus derivados entre los altos ejecutivos de empresas de Estados Unidos ronda el 40% (alcanzando el 48% en 2008) frente a menos del 3% en España (con un pico del 5.3% en 2007). Podría decirse entonces que el nuevo modelo del variable europeo de la Comisión converge (se habla de que el Banco de España fija un 50% del variable en acciones para la banca) hacia cánones de mercado más anglosajones, algo que ya se viene observando, sin necesidad de regulación, entre grandes empresas europeas que compiten en mercados globales.

La segunda clave de la reforma reside en el pago diferido de parte del variable. La Directiva habla de que "entre el 40% y el 60% de la remuneración variable debe aplazarse a lo largo de un periodo adecuado de tiempo". El Banco de España parece haber optado por un plazo

de tres años. Este mecanismo de contención del riesgo está perfectamente explicado por la teoría: si el ejecutivo se convierte en *acreedor interno* de la empresa (o del banco), empezará a comportarse más como un *acreedor externo* (un depositario, por ejemplo) y menos como un accionista. En la medida en que esta *deuda interna* no esté 100% asegurada, deberíamos esperar que el ejecutivo asuma menos riesgo. Y esto es lo que la evidencia nos enseña al otro lado del Atlántico. Cuanto mayor es el monto de las obligaciones internas (pensiones y variable diferido) de la empresa con sus altos ejecutivos, mayor es el impacto positivo sobre el precio de los bonos de la empresa y, simétricamente, mayor el impacto, pero negativo, sobre el precio de las acciones. Evidentemente, un menor riesgo puede muy bien llevar aparejada una menor rentabilidad: no está claro que la reasignación de riqueza entre acreedores y accionistas sea, en el neto, positiva. En otras palabras, posiblemente la forma más eficaz de moderar el riesgo que asume un alto ejecutivo de banca sea nacionalizar el banco y nombrarlo funcionario a sueldo fijo. A nadie escapa que la rentabilidad y el crecimiento se resentirían. Sin llegar a esos extremos, la retribución con capital contingente (*cocos* en terminología anglosajona) va en esta dirección, aunque su efectividad y consecuencias son, al día de hoy, un enigma.

En conclusión, estoy de acuerdo con el planteamiento general de las medidas propuestas por la Comisión, aunque, paradójicamente, coinciden más de lo que se piensa con las prácticas de mercado (no regulado) que de una forma u otra han caracterizado los incentivos a ejecutivos antes de la crisis. Quizás, después de todo, no fueran tan malas prácticas. ■



Foto: maggyproducciones

\* El X Madrid Finance Workshop se celebró en el IE Business School de Madrid el viernes 11 de marzo. Más información en: <http://madridfinanceworkshop.ie.edu/10edition/welcome>