

## Resumen

Existen numerosos factores que influyen en la eficiencia del sistema retributivo y que hacen objetivamente difícil llegar a un consenso sobre las mejores prácticas. Estas dificultades se multiplican en el sector bancario debido a la peculiar naturaleza de los intermediarios financieros. En este trabajo analizamos las distintas propuestas teóricas, desde el enfoque clásico de la teoría de la agencia a aspectos provenientes de la psicología, y las relacionamos y particularizamos al negocio bancario en un contexto internacional. Los sistemas de remuneración en banca son intrincados y difíciles, pueden generar consecuencias no deseadas en términos de riesgo sistémico, suelen conducir a remuneraciones superiores a las existentes en otros sectores y, más importante aún, existen dudas razonables de que sean el resultado de un mercado transparente y eficiente.

*Palabras clave:* remuneración consejero delegado, sistemas de remuneración, Consejo de Administración, teoría de la agencia y aspectos psicológicos.

## Abstract

There are many factors that influence the efficiency of the compensation system and make it objectively difficult to reach consensus on best practices. These difficulties are multiplied in the banking sector due to the peculiar nature of financial intermediaries. In this paper we analyze the different theoretical approaches, from the classical approach of agency theory to other psychological aspects, and we relate and particularize them in an international banking business context. Banking compensation systems are intricate and difficult, they can generate unintended consequences in terms of systemic risk, they often lead to higher salaries than those in other sectors and, most importantly, there are reasonable doubts as to whether they are the result of a transparent and efficient market.

*Key words:* CEO compensation, compensation systems, Board, agency theory and psychological aspects.

*JEL classification:* G21, G32.

# LAS REMUNERACIONES DEL SECTOR BANCARIO Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

Pablo de ANDRÉS ALONSO

*Universidad Autónoma de Madrid*

Eleuterio VALLELADO GONZÁLEZ

*Universidad de Valladolid*

## I. EL ESTADO DE LA CUESTIÓN

UNA adecuada política retributiva no sólo contribuye a motivar a los empleados para que dediquen sus mejores esfuerzos a la organización en la que trabajan, sino que también favorece la retención de los mejores y permite atraer a personas con talento de otras empresas. Las decisiones sobre la remuneración de los empleados de empresas e instituciones, y especialmente de los principales ejecutivos, son críticas para una correcta definición e implementación de la estrategia de la organización y para la creación de valor (Larkin *et al.*, 2011).

El planteamiento teórico dominante en la literatura de la remuneración directiva es la teoría de la agencia. De acuerdo con esta teoría, existe un conflicto de intereses entre los principales, o propietarios, y los agentes, o directivos, encargados de la toma de decisiones como consecuencia de diferencias en sus funciones objetivo. Los propietarios, en su intento de maximizar los beneficios de la empresa, podrían reducir todo lo posible los costes salariales, pero tales reducciones van en contra de una política retributiva que, por un lado, permita incentivar a los actuales directivos para que dediquen sus mejores esfuerzos a la empresa y, por otro, consiga atraer a ejecu-

tivos de probado talento que contribuyan a conseguir los objetivos (Prendergast, 1999). Por su parte, los directivos buscan maximizar su utilidad, de la cual la remuneración es un elemento importante. Sin embargo, el incremento de utilidad que supone un aumento de la remuneración debe equilibrarse con la pérdida de utilidad asociada al esfuerzo que tal incremento de ingresos puede requerir. Así mismo, al analizar este *trade-off*, debe tenerse en cuenta que los ejecutivos son adversos al riesgo específico, mientras que los propietarios son neutrales al riesgo (Jensen y Meckling, 1976).

El conflicto de intereses entre directivos y propietarios en torno a la remuneración se agrava por la existencia de asimetrías de información. Los directivos conocen su dedicación y grado de implicación en la empresa, así como sus capacidades y habilidades, mientras que los propietarios tienen una información limitada sobre ambas cuestiones. Para resolver esta asimetría, la teoría de la agencia postula que la empresa debe proporcionar a los directivos incentivos adecuados para fomentar su dedicación, implicarles en el proyecto y revelar sus habilidades de gestión. Así, la combinación de un salario que suponga una pequeña proporción de la remuneración final y unos pagos en función del desempeño es una de

las soluciones que se proponen (Lazear, 1986, Lazear y Oyer, 2011). Por tanto, según esta teoría, las cantidades que reciben los directivos son la consecuencia de un *trade off* entre el esfuerzo que está dispuesto a realizar el ejecutivo y el pago que recibe a cambio. Las empresas deben pagar a sus directivos en función del desempeño, de forma que cualquier cambio en los emolumentos debe ser consecuencia de incrementos de productividad asociados a las decisiones adoptadas por esos directivos. El incremento de remuneración siempre deberá ser inferior a los beneficios generados con las decisiones adoptadas en el ejercicio de su discrecionalidad directiva. Por otro lado, al utilizar sistemas de remuneración que son sensibles al desempeño de la empresa, se puede discriminar entre aquellos trabajadores con habilidades y capacidades específicas de los que no disfrutaban de tal especificidad. Los primeros se beneficiarán de la influencia positiva que sus especificidades tienen sobre el desempeño de la empresa, mientras que los segundos no. En consecuencia, la teoría de la agencia prescribe sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño para resolver los conflictos de intereses entre accionistas y directivos en un escenario de información asimétrica.

Sin embargo, resulta sorprendente que los sistemas de remuneración individuales en función de los resultados se utilicen relativamente poco (Camerer *et al.*, 2004; Baker *et al.* 1988), a pesar de la evidencia empírica que demuestra cómo los incentivos influyen de forma relevante en el esfuerzo de los empleados (Lazear, 1986; Paarsch y Shearer, 2000). El reducido uso que se hace de los sistemas de remunera-

ción en función de los resultados pudiera ser consecuencia de la relación entre la psicología de los directivos, su paga, su utilidad y las acciones que finalmente realizan. Así, los sesgos de comportamiento de los ejecutivos encarecen la remuneración por objetivos, lo que justificaría la baja utilización de este tipo de remuneración en las empresas (Larkin *et al.*, 2011).

En el caso de los ejecutivos, especialmente para el primer ejecutivo, o consejero delegado, la literatura mantiene una posición favorable a la remuneración ligada a la consecución de determinados objetivos. Sin embargo, en muchos casos no es posible discernir si la consecución de esos objetivos se debe a las decisiones tomadas por los ejecutivos o simplemente al azar. Bertrand y Mullainathan (2001) argumentan que una parte sustancial de la remuneración que reciben los ejecutivos se justifica en factores que no están directamente relacionados con sus capacidades directivas, sino simplemente con el azar. Por su parte, Garvey y Milbourn (2006) demuestran que, si bien la buena suerte incrementa la remuneración de los directivos, cuando la suerte se vuelve esquiva no se reducen de forma simétrica esos pagos.

Los planes retributivos son una de las responsabilidades principales del Consejo de Administración, y están condicionados por la estructura de propiedad de la empresa (Knapp *et al.*, 2011). Los consejos de administración necesitan cierto grado de independencia y capacidad de liderazgo para fijar la remuneración de los ejecutivos y evitar que las valoraciones estén sesgadas. A la hora de realizar esta tarea, la composición y el funcionamiento del Consejo son elementos esen-

ciales para conseguir una remuneración eficiente de los ejecutivos (Holmstrom, 2005).

Una práctica habitual entre los consejos de administración es contratar empresas externas para asesorar sobre los esquemas retributivos. Si bien es cierto que estas empresas tienden a fijar remuneraciones por encima de la media, no puede achacarse a ellas que los pagos a los ejecutivos sean tan elevados (Larcker y Tayan, 2011). La remuneración de los principales ejecutivos tiende a ser excesiva si existe una relación de amistad y/o interés entre los miembros del Consejo y los principales ejecutivos, si los consejeros han sido elegidos por el consejero delegado o si los consejeros están muy ocupados formando parte de diferentes consejos de administración (Holmstrom, 2005). En este sentido, Goergen y Renneboog (2011) identifican algunos de los aspectos del gobierno corporativo que explican la remuneración de los directivos: la separación de los roles de consejero delegado y presidente del Consejo; el tamaño del Consejo; la estructura y composición de éste; la composición del comité de remuneración; la calidad y experiencia profesional de los ejecutivos; el tiempo transcurrido en el cargo, en el Consejo y en la empresa; la presencia de accionistas de referencia, inversores institucionales o varios accionistas de control, y el grado de conectividad de los consejeros.

En el cuadro n.º 1 se recogen algunos datos relacionados con la composición del Consejo de Administración y las características y tipo de remuneración del CEO (*Chief Executive Officer*, o consejero delegado) de una muestra representativa de grandes bancos pertenecientes a Eu-

CUADRO N.º 1

## DESCRIPCIÓN POR PAÍSES: GRANDES BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES

	Total	AU	BE	CH	GE	ES	FI	FR	UK	IR	IT	SW	US
Obs. ....	556	7	18	6	14	36	16	29	83	25	59	26	229
<b>Características Consejo</b>													
Número de consejeros .....	15,9	24,3	15,9	23,7	18,7	16,0	7,9	18,6	14,5	13,8	18,5	13,8	14,9
Consejeros no ejecutivos .....	13,3	18,0	14,7	12,3	14,6	12,4	6,9	16,4	9,1	10,0	14,6	11,7	13,1
Consejeros ejecutivos .....	2,6	6,3	1,2	11,3	4,1	3,6	1,0	2,2	5,4	3,8	3,8	2,2	1,9
<b>Características CEO</b>													
Edad .....	55,0	54,0	55,7	50,0	50,7	55,4	52,5	55,8	51,6	52,3	56,3	51,5	56,3
Cualificación .....	2,1	1,0	2,5	1,7	1,6	1,8	3,0	2,3	2,1	1,7	1,1	2,0	2,1
Tiempo en el cargo .....	4,0	9,4	2,1	1,2	1,7	3,8	4,2	3,8	2,8	4,3	7,7	2,8	4,4
Tiempo en el consejo .....	7,3	12,8	3,2	5,1	7,5	5,8	4,2	6,1	5,7	7,1	9,5	3,0	9,0
Tiempo en el banco .....	11,6	15,8	4,2	6,5	9,7	13,9	4,2	7,7	10,0	21,6	13,1	11,2	13,2
Consejos en los que participa .....	2,0	1,0	2,4	1,0	1,5	1,5	1,3	3,9	1,6	1,4	2,7	1,5	1,8
Remuneración total (\$ mill) .....	9246	3115	2253	6350	4164	4336	2204	4011	7477	3165	5712	1221	12976
Remuneración ligada al <i>equity</i> (porcentaje) ..	49,28	14,79	20,12	33,33	20,02	9,76	0,00	31,06	48,44	32,17	18,87	10,58	68,98

Nota: AU es Australia, BE Bélgica, CH Suiza, GE Alemania, ES España, FI Finlandia, FR Francia, UK Reino Unido, IR Irlanda, IT Italia, SW Suecia y US Estados Unidos.  
Fuente: Boardex.

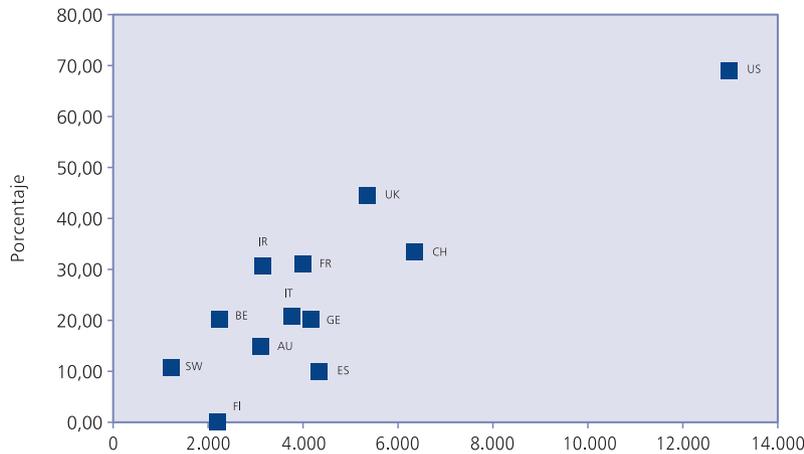
ropa y Estados Unidos. Aglutinan una parte más que significativa del sistema bancario europeo y estadounidense. Sin entrar en un análisis detallado de los números, un simple vistazo informa que los consejos de administración de los bancos están compuestos por una media de dieciséis consejeros, tres de los cuales son ejecutivos y trece no ejecutivos. Con carácter de generalidad, todos los bancos tienen un consejo compuesto por una amplia mayoría de consejeros no ejecutivos (aunque no todos ellos independientes). Con respecto al consejero delegado, o *Chief Executive Officer*, en media, los CEO de los grandes bancos tienen amplia experiencia profesional, han formado parte del Consejo con anterioridad a su nombramiento y, en muchos casos, eran ejecutivos del banco y han sido promocionados internamente. Comparten su labor principal de CEO con la participación en algún otro Consejo de Administración de compañías cotizadas y son remunerados en gran medida con parámetros ligados al *equity* (acciones, opciones, etc.).

Con respecto a la remuneración, existe una idiosincrasia particular en el uso de retribución variable por parte de los grandes bancos europeos y estadounidenses (gráfico 1). Si bien es utilizada casi por todos los bancos, se encuentran enormes diferencias en la intensidad de uso, medida por el peso que tiene en la remuneración final. En este sentido, y no por conocido es menos interesante, el peso de la retribución vinculada al *equity* (*equity-link compensation*) en los bancos estadounidenses es muy superior al de los bancos europeos, alcanzando dos tercios de la retribución total del CEO. En Europa las cifras son más modestas, en retribución tanto total como variable, y dispares entre países. Tan sólo los bancos ingleses siguen la estela de los bancos norteamericanos, estando los franceses, suizos o italianos lejos de esos porcentajes de retribución variable y de esos elevados sueldos. Por último, para cerrar esta rápida visión de los grandes números, es destacable la moderación de los bancos nórdicos (Finlandia y Suecia) en términos

de remuneración tanto total como variable.

Otro de los factores que influyen en los sistemas de remuneración es la actitud ante el riesgo y la incertidumbre de los directivos. Si las personas son asimétricamente adversas al riesgo, de forma que diferencian entre pérdidas y ganancias, no van a actuar de la misma manera ante una misma cantidad de pérdidas o ganancias. Siempre van a estar más preocupados por evitar las pérdidas que en conseguir las ganancias (Kahneman y Tversky, 1979; Tversky y Kahneman, 1991 y 1992). Está asimétrica actitud frente al riesgo afecta a la eficacia de las remuneraciones individuales basadas en el desempeño. Así, aquellos directivos que se sitúan por debajo del valor de referencia sufren pérdidas, a las que harán frente bien aumentando su esfuerzo (Fehr y Goette, 2007), bien maquillando la referencia (Schwietzer *et al.*, 2004) o bien incrementando el riesgo de los nuevos proyectos. Sin embargo, cuando se sitúan por encima del valor de referencia los directi-

GRÁFICO 1  
**REMUNERACIÓN TOTAL VS. REMUNERACIÓN VINCULADA A RESULTADOS**  
**(Grandes bancos europeos y estadounidenses)**



Nota: AU es Australia, BE Bélgica, CH Suiza, GE Alemania, ES España, FI Finlandia, FR Francia, UK Reino Unido, IR Irlanda, IT Italia, SW Suecia y US Estados Unidos.  
Fuente: Boardex.

vos reducirán su esfuerzo, dado que están por encima de lo esperado, lo que además les reporta un aumento en sus remuneraciones. Por tanto, los sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño podrían provocar el efecto indeseado de que los directivos dedican mayores esfuerzos cuando menos interesa a la organización, y menores esfuerzos cuando más interesa a ésta (Koszegi y Rabin, 2009).

## II. EL PAPEL DE LA PSICOLOGÍA EN LA REMUNERACIÓN DE LOS DIRECTIVOS

Una vez que hemos expuesto las cuestiones de la remuneración de los ejecutivos según la teoría de la agencia, cabe preguntarse si esta teoría permite explicar los aspectos estratégicos de la remuneración directiva. Esta teoría tiene en cuenta la visión utilitarista y racional sobre lo que condiciona el comportamiento huma-

no, pero no profundiza en aspectos relacionados con la psique de las personas, que condiciona su comportamiento. Por tanto, es conveniente complementar el análisis con aspectos relacionados con la psicología y la toma de decisiones basadas en el comportamiento. La pertenencia a un grupo, el contexto social o los sesgos de comportamiento, como el exceso de confianza, influyen en los principales ejecutivos (Knapp *et al.*, 2011). Por tanto, tal y como Larkin *et al.* (2011) exponen, la teoría de la agencia puede complementarse con propuestas de la psicología que abogan por considerar más aspectos de comportamiento en el análisis de los sistemas de remuneración. Entre los aspectos psicológicos que cabe añadir, se proponen los costes de la comparación social y los costes del exceso de confianza.

En la teoría de la agencia, los costes surgen por las diferencias entre propietarios y directivos re-

lacionadas con los objetivos y la información. Así, los directivos pueden utilizar sus capacidades y esfuerzos de forma parcial o ineficiente, sin que sean conscientes los propietarios y la organización de que pueden estar pagando en exceso a sus directivos, dadas sus capacidades. En este sentido, la comparación social y el exceso de confianza son los aspectos que justifican en mayor medida las diferencias que se observan entre los objetivos y la información en que se basa la teoría de la agencia y los objetivos y la información que realmente utilizan los directivos. Así, Larkin *et al.* (2011) argumentan que los costes de implementar sistemas de remuneración basados en el desempeño son muy superiores a los previstos en la teoría de la agencia, ya que los factores psicológicos, no contemplados, aconsejan a las organizaciones utilizar sistemas de remuneración basados en el grupo, el tiempo de permanencia en la organización o un salario fijo. Gerhart *et al.* (2009) citan una serie de trabajos publicados en revistas de psicología que ahondan en los aspectos psicológicos en la remuneración de directivos, pero que ignoran o consideran irrelevantes los aspectos económicos de la remuneración. Asistimos, por tanto, a un mismo error desde dos enfoques: tanto la teoría de la agencia como el planteamiento psicológico rechazan considerar factores relevantes aportados por la otra parte (Larkin *et al.*, 2011).

Los psicólogos argumentan que las personas, en particular los directivos, exhiben exceso de confianza sobre sus habilidades y destrezas, y se muestran optimistas sobre su futuro (Weistein, 1980; Taylor y Brown, 1988). Los trabajos más recientes muestran que el exceso de confianza es un sesgo de la personalidad de los

individuos que aparece de forma más acusada cuando las tareas se realizan frecuentemente, se consideran fáciles o se tiene familiaridad (Moore y Healy, 2008). Por tanto, los directivos que exhiben exceso de confianza prefieren elegir sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño (Cable y Judge, 1994; Larkin y Leider, 2011). En particular, este tipo de remuneración beneficia a los que tienen exceso de confianza cuando no es posible observar los sueldos de otros directivos que trabajan en empresas equivalentes, o cuando el esfuerzo del directivo es difícil de evaluar. El exceso de confianza puede exacerbar la sensación de inequidad de ciertas remuneraciones, en particular, cuando sea relevante la comparación social.

La teoría de la comparación social (Festinger, 1954) considera que existen costes elevados asociados a la remuneración individual basada en el desempeño como consecuencia de que las personas evalúan sus habilidades y destrezas comparándose con otros que consideran referencias. Desde la psicología, se considera que los individuos tienen un deseo innato de auto-evaluación, por lo que tratan de compararse con otras personas que ellos consideran similares con el fin de obtener una referencia acerca de sus habilidades. Por esta razón, las comparaciones de las remuneraciones generan desagrado cuando se percibe que hay una situación de inequidad en casos en que la información sobre el desempeño es inobservable o está sesgada. Los trabajos empíricos demuestran la importancia de la comparación social en las remuneraciones (Agell y Lundborg, 2003) y que tales comparaciones pueden dañar la moral de los directivos (Mas, 2008), estimular comportamientos poco

éticos (Gino y Pierce, 2010; Edelman y Larkin, 2009) y reducir su esfuerzo (Cohn *et al.*, 2011; Nosenzo, 2010). La percepción de inequidad por parte del directivo con respecto a su remuneración puede incrementar la rotación y el absentismo, y disminuir el grado de compromiso con la organización (Schwarzwald, *et al.*, 1992). Por tanto, los costes de la comparación social reducen la eficacia de los sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño, al generar sentimientos de inequidad. Al producirse estos costes, la organización debe optar por eliminar los sistemas de pago individuales o mantener en secreto tales remuneraciones. Ante la imposibilidad, en muchos casos, de mantener en secreto las remuneraciones, bien por la existencia de estimaciones sesgadas que acaban recomendando eliminar tal secreto, bien por ir en contra de regulaciones (Milkovich y Anderson, 1972; Card *et al.*, 2010), la solución más común es alisar los salarios en función del desempeño del grupo, lo que contribuye a explicar el uso relativamente escaso de las remuneraciones individuales documentado por Camerer *et al.* (2004).

Los consejeros delegados de las empresas comparten una serie de características como edad, educación, volumen de ingresos y protagonismo en las organizaciones. Al compartir estas características, se producen relaciones de dependencia entre ellos, ya que los resultados de algunos pueden incidir en el resto y, por extensión, en los incentivos que condicionan sus salarios. En consecuencia, tiene sentido suponer que todas estas coincidencias favorecen la aparición del sentimiento de grupo. Al formar parte de un grupo, se produce la categorización social que les lleva a

diferenciar entre comportamientos individuales que benefician al grupo y comportamientos individuales que perjudican al grupo (Knapp *et al.*, 2011).

La teoría de la agencia recomienda la supervisión y el control sobre la remuneración del principal ejecutivo como solución a los conflictos de intereses; sin embargo, un exceso de celo en el control de los pagos a los consejeros delegados puede reducir los incentivos del ejecutivo para aceptar proyectos de inversión arriesgados (Hoskisson *et al.*, 2009) y facilitar la justificación del ejecutivo para embarcarse en acciones que le alejan de la búsqueda de creación de riqueza para la empresa (Lane *et al.*, 1998).

Knapp *et al.* (2011) distinguen entre el comportamiento discrecional y el no discrecional de los directivos, y entre las consecuencias esperadas y no esperadas de las acciones de control de los directivos. Entre los comportamientos no discrecionales, se encuentran aquellos que aparecen tipificados en la normativa legal y estatutaria de la organización. Estos comportamientos son los que con mayor facilidad son susceptibles de control. La teoría de la agencia, por tanto, explica el efecto del control sobre los comportamientos no discrecionales, pero no dispone de las herramientas adecuadas para analizar el comportamiento discrecional, que incluye aquellas acciones del principal ejecutivo que son voluntarias e inesperadas y que no son susceptibles de control. Además, estos autores diferencian entre comportamiento discrecional positivo y negativo. Aquellas acciones discrecionales que son negativas provocan alteraciones indeseables en el funcionamiento de la organización. Por su parte,

las acciones discrecionales positivas mejoran el desempeño de la organización, ya que incluyen esfuerzos extras por parte de los ejecutivos para promover de forma voluntaria los valores de la organización y sus puntos fuertes.

Cuando las decisiones de los consejos de administración contribuyen a diferenciar entre consejeros ejecutivos y consejeros no ejecutivos se producen dos bloques dentro del consejo, y se refuerza la sensación de pertenencia a cada uno de esos grupos. En consecuencia, el consejero delegado podría ver el mundo en función de su pertenencia al grupo de consejeros ejecutivos y del conflicto con los consejeros no ejecutivos, exagerar las diferencias con los consejeros no ejecutivos y evaluar en función de su pertenencia a un grupo. Cuando se genera antagonismo entre los dos grupos de consejeros, la respuesta de los ejecutivos puede ser muy perjudicial para la organización, ya que estos ejecutivos pueden llegar a hacer lo opuesto de lo que piensan para evitar la crítica de los consejeros no ejecutivos (Knapp *et al.*, 2011). En esta situación, los ejecutivos se ven muy influidos por su pertenencia al grupo de consejeros ejecutivos, lo que puede provocar un exceso de precaución en las acciones del primer ejecutivo y la resistencia a la supervisión y el control por el Consejo.

En definitiva, la polarización reduce las acciones discrecionales positivas y favorece las discrecionales negativas con mayor frecuencia. Una adecuada combinación de consejeros ejecutivos y no ejecutivos en el consejo es esencial para evitar esta polarización que perjudica a la organización (Knapp *et al.*, 2011). Boyd (1994) constata que cuando la organización tiene un consejo dominado

por ejecutivos, éstos son remunerados con cantidades menores que en aquellos consejos dominados por los no ejecutivos. Por otro lado, es posible resolver el problema de los antagonismos en las organizaciones donde se presenten, a la vez, el conflicto entre directivos y propietarios y el conflicto entre accionistas internos y externos si los accionistas internos son los primeros que evitan comportarse de forma oportunista, dando ejemplo a los directivos.

El problema de los grupos o categorías sociales se torna especialmente relevante en aquellas organizaciones donde es difícil identificar y controlar qué actividades, en cada momento, son las claves para el éxito de la organización. Además, los efectos de la comparación social de salarios son mayores cuando los directivos tienen mayor información sobre la remuneración de los demás. En este tipo de organizaciones, el buen uso de la discrecionalidad por parte de los directivos es esencial para la supervivencia. Ni la teoría de la agencia ni la consideración del exceso de confianza de los directivos tienen en cuenta los costes de la comparación social. La teoría de la comparación social sugiere que el sistema de retribución de un empleado puede afectar al rendimiento de otros empleados, y modificar las decisiones de esos otros empleados en la organización (Larkin *et al.*, 2011).

En un mundo con información imperfecta, diferentes actitudes frente al riesgo y la presencia de sesgos de comportamiento en las personas, tratar de identificar un sistema de remuneración óptimo y con validez universal es imposible, por lo que surgen oportunidades en las organizaciones para diseñar sistemas de

remuneración adecuados a la estrategia de la organización con el fin de obtener ventajas competitivas (Larkin *et al.*, 2011).

### III. EL DISEÑO DE UN SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE DIRECTIVOS

Hasta el momento, el Consejo de Administración es el principal órgano encargado de establecer la remuneración de los ejecutivos, ya que los accionistas habitualmente no disponen del tiempo y la información necesaria para tomar esa y otras decisiones. Además, los accionistas no suelen conocer con exactitud la remuneración que finalmente han obtenido los principales ejecutivos, puesto que no disponen de información para conocer el verdadero coste de la remuneración mediante opciones sobre acciones, aunque se informe de estas opciones en los estados financieros (Larcker y Tayan, 2011).

El Consejo debe definir, en primer lugar y con precisión, la remuneración del principal ejecutivo, ya que, una vez se define esta remuneración, será el encargado de diseñar los sistemas de remuneración del resto de la entidad de forma coherente con los objetivos establecidos en su propia remuneración. Si el Consejo diferencia entre la remuneración del principal ejecutivo y la remuneración del resto de ejecutivos, esto puede dar lugar a la divergencia de objetivos. La experiencia en Estados Unidos con el programa de rescate de instituciones financieras (TARP) pone de manifiesto que no tiene sentido regular de forma diferente la remuneración del principal ejecutivo y la remuneración de los subordinados del consejero delegado (Core y Guay, 2010). Tampoco existe

evidencia empírica que permita confirmar que determinados planes de remuneración sean más eficientes que otros. Sin embargo, cuando los ejecutivos tienen poder sobre el Consejo se observa que su remuneración tiende a ser excesiva, puesto que siempre es posible encontrar alternativas que permitan a estos ejecutivos extraer rentas adicionales independientemente de cómo esté diseñada su remuneración (Goergen y Renneboog, 2011).

En algunas ocasiones, el poder de los ejecutivos, en particular del consejero delegado, les permite fijar su propia remuneración; es decir, situar las cantidades a percibir en el mayor monto posible, sin preocuparse por los intereses de los accionistas, reguladores y otros *stakeholders*. Esta práctica no está exenta de costes. Así una remuneración excesiva del primer ejecutivo de la organización genera mala publicidad, que daña la reputación de la empresa ante futuros inversores y produce una pérdida de apoyos en los actuales accionistas. Estos costes dependen de la facilidad con la que pueda ser identificado el exceso de remuneración por los externos a la empresa. Por otra parte, estas remuneraciones excesivas se suelen camuflar con referencias existentes en el sector. El éxito camuflando pagos excesivos al consejero delegado depende de la capacidad de éste para convencer al Consejo sobre los pagos que posibilitan la extracción de rentas.

Las empresas suelen utilizar los servicios de consultoras para diseñar la remuneración de sus principales ejecutivos. Esta práctica favorece un comportamiento de manada (*herding*), ya que las empresas externas tienden a utilizar como punto de referencia la media del sector. Bebchuk *et al.*

(2003) observan que las consultoras especializadas en remuneración ayudan a los consejos a camuflar la cuantía que finalmente acaban recibiendo los ejecutivos, lo que favorece la obtención de remuneraciones excesivas. Se produce una situación de conflicto de intereses. En este sentido, las consultoras son contratadas por los propios ejecutivos que luego se van a ver afectados por sus recomendaciones, mientras que son pagadas por los accionistas cuyos objetivos deben salvaguardar.

La remuneración de los directivos se puede dividir entre remuneración a corto plazo y remuneración a largo plazo (Goergen y Renneboog, 2011). La de corto plazo se basa en los resultados del año, y tiende a ser constante o ligeramente creciente de un año para otro. La remuneración a largo plazo, que suele incluir la entrega de acciones y/u opciones, considera los retos que tiene por delante el consejero delegado, su permanencia en la empresa, su experiencia y los salarios de los ejecutivos de empresas equivalentes de su sector. La comparación con los otros ejecutivos provoca una inflación en los salarios, ya que todos los ejecutivos salen beneficiados cuando se incrementa a uno de ellos su salario (1). Maug *et al.* (2011) consideran que el efecto incentivo que tiene la remuneración a largo plazo disminuye a medida que aumenta el porcentaje de acciones en manos del consejero delegado, y por tanto su exposición a la evolución de esas acciones en el mercado. Este efecto exposición aumenta cuanto mayor sea el grado de aversión al riesgo del directivo, lo que contrarresta el incentivo a aceptar proyectos rentables aunque arriesgados.

El pago en acciones y/o en opciones sobre acciones pretende

alinear los intereses del ejecutivo con los intereses del accionista. Sin embargo, la remuneración vía acciones incentiva la asunción de riesgos de forma diferenciada a la remuneración vía opciones. Las opciones tienen estructuras de pago no lineales que favorecen posiciones más arriesgadas por parte del consejero delegado, en particular, cuando las opciones están fuera del dinero (Core y Guay, 2010). Dado que la aversión al riesgo de los directivos conduce a situaciones de subinversión (2), aumentar la propiedad directiva mediante la remuneración con acciones y/u opciones pretende reducir los problemas de agencia. Sin embargo, aquellos directivos que aumentan su proporción de acciones en la institución incrementan su riesgo específico. Ante tal aumento de su riesgo específico, los ejecutivos pueden exacerbar su aversión al riesgo, dando lugar a un efecto contrario al deseado. Tal y como argumentan Kahneman y Tversky (1979), la aversión al riesgo depende del punto de referencia del ejecutivo. Por tanto, el paquete de remuneración funcionará de forma diferente dependiendo de los años de permanencia del directivo en la organización. Los ejecutivos recién llegados sentirán mucha menos aversión al riesgo que los que llevan un número elevado de años, ya que los primeros tienen poco que perder y mucho que ganar con las variaciones en el precio de las acciones que marcan los aumentos o disminuciones de la remuneración ligada a las acciones de la empresa (Goergen y Renneboog, 2011). Así, el punto de referencia del primer ejecutivo sería el elemento fundamental para explicar la alternativa escogida: mayor o menor riesgo. Si el primer ejecutivo se encuentra en una posición cercana al punto de referencia, se debería

observar una preferencia por el riesgo, mientras que si se encuentra en una posición muy alejada del punto de referencia, es previsible una actitud de aversión al riesgo.

#### **IV. ALGUNAS RAZONES QUE JUSTIFICAN UN TRATO DIFERENCIADO A LOS EJECUTIVOS BANCARIOS CON RESPECTO A LOS EJECUTIVOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS**

De forma convincente, Adams y Mehran (2003) y Macey y O'Hara (2003) subrayan la importancia de considerar las diferencias entre empresas no financieras y bancos a la hora de analizar su gobierno corporativo, y por tanto, las condiciones de partida para determinar los planes de remuneración de sus principales directivos. Las principales diferencias entre bancos y empresas no financieras se pueden resumir en: el diferente papel que desempeñan los *stakeholders*; las diferencias en la estructura financiera; las diferencias en oportunidades de inversión y riesgo, y la especial regulación del sector bancario (Gande y Kalpathy, 2011; Mehran *et al.*, 2011). Estas diferencias, además, explican la opacidad y/o complejidad que caracteriza el negocio bancario.

En los bancos, los accionistas no tienen la misma libertad que en las empresas no financieras para fijar los objetivos de la organización y, en consecuencia, para diseñar el sistema retributivo que mejor se adapta a esos objetivos. La regulación bancaria genera diferencias entre los intereses de los accionistas, los de los acreedores y los del regulador que no se dan en las empresas no financieras.

El pasivo de los bancos suele contener un 90 por 100 de deuda o depósitos, por lo que está más apalancado que el de las empresas no financieras. Este elevado apalancamiento hace que cualquier inestabilidad puede provocar su insolvencia, que los depositantes arriesguen su dinero y que la estabilidad del sistema financiero se vea involucrada. Dados estos efectos, la regulación y la supervisión del regulador tratan de evitar estas situaciones. Además, el apalancamiento es un elemento productivo para los bancos, mientras que es la fuente de financiación en las empresas no financieras. Por último, los costes de financiación en los bancos son diferentes a los de las empresas no financieras. En los bancos es más barato financiarse con deuda que con capitales propios, ya que los depositantes son menos sensibles al riesgo de los bancos como consecuencia del seguro de depósitos. Este seguro permite a los bancos financiarse a costes reducidos, de los que no disfrutaban las empresas no financieras.

Las oportunidades de inversión y el riesgo asumible por los bancos son muy diferentes a las que tienen las empresas no financieras. Así, en las últimas décadas, los bancos han multiplicado sus actividades y se han expandido hacia actividades no reguladas y no aseguradas, que han aumentado la complejidad y la opacidad de su negocio. Su particular estructura financiera permite que puedan modificar la composición de su cartera de activos en mucho menos tiempo que las empresas no financieras. El proceso de titulización de activos ha favorecido tal transformación. Además, los bancos pueden captar fondos de sus depositantes a precios reducidos, lo que favorece un problema de sobre-in-

versión, ya que al reducir el coste de capital aumenta el número de proyectos con VAN positivo, mientras que, por otro lado, se encargan de supervisar y controlar a los que piden prestado, cuestiones que no están al alcance de las empresas no financieras. En última instancia, los bancos pueden ocultar los problemas de morosidad concediendo facilidades crediticias a clientes insolventes.

El sector bancario está muy regulado, a pesar de que en los últimos años se han reducido los corsés a la actividad bancaria. En cualquier caso, se trata de un sector en el que el miedo al riesgo sistémico genera un seguro implícito contra la liquidación de los bancos más grandes, y en el que el seguro de depósitos introduce la posibilidad de desarrollar comportamientos oportunistas que no se dan en las empresas no financieras. En definitiva, la regulación, junto al resto de peculiaridades del sector, hace que la opacidad y la complejidad de los bancos sea relevante a la hora de entender su gobierno corporativo y sus sistemas de retribución de la alta dirección.

El alineamiento de los intereses de directivos y accionistas, como propugna la teoría de la agencia, mediante el diseño de sistemas de remuneración que condicionan las cantidades finalmente obtenidas al logro de determinados objetivos tropieza, en el caso de los bancos, con el requerimiento de estabilidad del regulador. Esto implica que en el paquete de remuneración de los directivos bancarios haya que conciliar la asunción de riesgos bancarios y la creación de valor para los accionistas con la reducción del riesgo de insolvencia del banco. Sin embargo, en la mayoría de los sistemas de remunera-

ción de ejecutivos bancarios no se busca alinear la remuneración con la gestión del riesgo (Core y Guay, 2010).

No existe evidencia de que los actuales sistemas de remuneración de los ejecutivos bancarios sean especialmente defectuosos o sean los responsables de la crisis financiera. La conjunción de la elevada exposición mediática de los bancos, la existencia de ejecutivos con salarios desproporcionados en comparación con el salario de un trabajador medio y la opacidad del negocio bancario, que dificulta la comprensión de la razón de ser de los bancos y sus principales actividades, los convierten en una diana fácil para situarlos como principales responsables de los males que aquejan a distintas economías desarrolladas. Sin embargo, si los ejecutivos bancarios están excesivamente remunerados ello se ha realizado con la anuencia de las autoridades financieras, quienes, a diferencia de lo que sucede en otros sectores, supervisan y controlan la actividad de estas entidades financieras, incluidas cuestiones sobre la idoneidad del primer ejecutivo para el trabajo o la capacidad de influencia del primer ejecutivo sobre el consejo (Core y Guay, 2010).

No hay evidencias empíricas de que la regulación de la remuneración de los ejecutivos bancarios mejore la eficiencia de estas organizaciones. Al contrario, algunos de los pasos dados en Estados Unidos para regular la remuneración de los ejecutivos de los bancos que necesitaron ayuda del TARP recomiendan que una mayor proporción de las cantidades pagadas a los directivos se realice mediante la entrega de acciones y se reduzca la proporción que se paga en efectivo. Precisamente, el exceso de remunera-

ción de los directivos bancarios de Estados Unidos con respecto a la remuneración de los directivos de bancos europeos se explica por el mayor protagonismo que tienen los pagos en acciones en los bancos estadounidenses. La mayor remuneración que reciben los ejecutivos de los bancos estadounidenses por el uso de pagos relacionados con la evolución del precio de sus acciones se une al mayor riesgo asumido por los bancos norteamericanos, y a unos peores resultados de estos bancos durante la crisis financiera en comparación con los bancos de otros países.

Debido a las diferencias entre bancos y empresas no financieras es posible suponer que el mismo plan de remuneración puede dar lugar a resultados diferentes. Lo que para las empresas no financieras es un problema de sub-inversión, como consecuencia de la aversión al riesgo de los ejecutivos, puede ser aceptable en las entidades financieras al limitar el riesgo sistémico del sistema financiero (Gande y Kalpathy, 2011). En definitiva, se hace preciso definir con claridad qué es más importante para el máximo ejecutivo de un banco: asumir riesgos con el fin de conseguir los objetivos de rentabilidad o evitar riesgos con el fin de evitar el riesgo sistémico. Mehran *et al.* (2011) indican que entre las razones que explican la asunción de riesgos excesivos por parte de los bancos se encuentran: los fallos de supervisión del Consejo de Administración debido a la falta de experiencia de los consejeros o a la falta de interés en el control de riesgos por parte del Consejo; el diseño de sistemas retributivos de los directivos que fomentan el riesgo; la ausencia de límites claros en los riesgos que puede asumir el banco, o la inexistencia o irrelevancia del eje-

cutivo encargado de velar por el nivel de riesgo de la institución.

Los directivos bancarios son conscientes de que el seguro de depósitos permite financiarse a un menor coste, lo que, unido a la opacidad y complejidad del negocio bancario, facilita la creación de activos que, en caso de generar beneficios, redundan en un aumento del valor del banco, y por tanto de las remuneraciones de los directivos, pero que, en caso de ocasionar pérdidas, podrían acabar sufragándose parcialmente mediante el seguro de garantía de depósitos. Los directivos de los grandes bancos son conscientes de que, en el peor escenario, serán los contribuyentes los que sufran las pérdidas, lo que debilita la capacidad del mercado para disciplinar a estos directivos. En este sentido, Čihák *et al.* (2009) proporcionan evidencia de que la disciplina de mercado funciona para bancos medianos y pequeños, pero no para los grandes. Por tanto, el seguro de depósitos proporciona un incentivo a los bancos, no deseado, de aumentar el riesgo y maximizar su apalancamiento, generando costes para el regulador y los contribuyentes. Este incentivo es aún mayor a medida que crece el banco, ya que su mayor tamaño aumenta su complejidad y opacidad como consecuencia de su diversificación en productos y geográfica (Mehran *et al.*, 2011). En efecto, a medida que crece el tamaño del banco, los directivos ven aumentar más que proporcionalmente su remuneración, lo que, unido a situaciones en las que los directivos bancarios muestran exceso de confianza, se traduce en comportamientos agresivos de inversión, utilizando productos derivados con elevado apalancamiento que, en última instancia, ocasionan problemas de liquidez. Tales

comportamientos se ven reforzados cuando se producen comparaciones entre directivos en sus emolumentos (Larkin *et al.*, 2011).

## V. LA REMUNERACIÓN DE LOS EJECUTIVOS BANCARIOS

La teoría de la agencia justifica el diseño de sistemas de compensación de los directivos que permitan alinear los intereses del agente con el principal. En los bancos, a diferencia de en las empresas no financieras, es difícil establecer objetivos que concilien los intereses de los diferentes *stakeholders* y sobre los cuales determinar la remuneración de los ejecutivos (Core y Guay, 2010); mientras que en las empresas no financieras uno de los objetivos de los sistemas de remuneración es fomentar la asunción de riesgos por parte de los ejecutivos, de forma que aquellos más arriesgados acaben obteniendo mayores remuneraciones, en los bancos el regulador vigila su asunción de riesgos excesivos, por lo que los sistemas de remuneración basados en el fomento del riesgo chocan con las limitaciones impuestas al sector, y justifican la aparición de sistemas de remuneración diferenciados de los que se aplican a las empresas no financieras (Core y Guay, 2010). Además, parece razonable que si los bancos son organizaciones más complejas y opacas que las empresas no financieras, y están sujetas a una regulación especial que condiciona su gobierno corporativo, los ejecutivos bancarios deban contar con sistemas de remuneración diferenciados.

La opacidad de los bancos facilita a los directivos bancarios establecer su remuneración en fun-

ción de sus propios intereses. Esta opacidad de los bancos permite una menor transparencia en la remuneración del principal directivo, lo que favorece grandes diferencias en la remuneración entre el principal ejecutivo y el salario medio de la empresa. A medida que aumenta la transparencia en la información sobre la remuneración de los ejecutivos, se hacen más evidentes las situaciones de desigualdad retributiva y la necesidad de acotar tales diferencias (Core y Guay, 2010). La cuestión de la transparencia en la remuneración directiva es especialmente relevante cuando el principal ejecutivo tiene un reconocido poder sobre el Consejo. Si el Consejo recibe una influencia excesiva por parte del primer ejecutivo, los accionistas deben plantearse si tienen la capacidad de modificar las decisiones de remuneración tomadas por el Consejo en otros ámbitos, como por ejemplo la Junta General de Accionistas, y si es posible buscar un reemplazo para el primer ejecutivo con un coste retributivo menor.

La dificultad que tienen los inversores para comprender el funcionamiento de las entidades financieras permite a los directivos bancarios exigir remuneraciones superiores a las que obtienen los directivos de empresas no financieras, con el argumento de la mayor complejidad que tiene la gestión de una entidad financiera. La conjunción, en definitiva, de opacidad y complejidad en las entidades financieras se convierte en un caldo de cultivo apropiado para que el directivo bancario pueda justificar, de forma asumible por los inversores, su mayor remuneración con respecto a los directivos de empresas no financieras.

También favorece una mayor remuneración de los directivos

bancarios el que el nivel de supervisión que deberían desempeñar los accionistas y acreedores de estas entidades se ve desincentivado por el sistema de garantía de depósitos, así como por la presencia de un regulador bancario que tiene entre sus objetivos la supervisión y el control de las buenas prácticas financieras de estas instituciones. Los depositantes, cuyos depósitos están asegurados por el fondo de garantía, no tienen incentivos para supervisar a la remuneración directiva puesto que sus ahorros están asegurados, mientras que los accionistas, en particular los de los grandes bancos, confían en que la autoridad financiera tiene más y mejores medios para supervisar las entidades bancarias. Además, en último caso, si el banco es suficientemente grande, operará con la garantía implícita del demasiado grande para caer. Ni unos ni otros van a verse impelidos a iniciar acciones que permitan moderar la remuneración de los directivos bancarios. Si la situación económica es boyante, ni acreedores ni accionistas van a protestar por la excesiva remuneración de los directivos, ya que sus inversiones les ofrecen una buena rentabilidad. Si, por el contrario, la situación económica se torna recesiva, siempre es más fácil culpar a la carencia de un buen gobierno y al regulador, por permitir remuneraciones excesivas, que hacer autocrítica. En este sentido, la regulación específica que afecta a los bancos, y que no existe para las empresas no financieras, favorece la elección de directivos que, aparte de sus capacidades de gestión y dirección, tengan una buena relación con los políticos y reguladores encargados de tales aspectos normativos. Este requisito adicional de los directivos bancarios hace que el conjunto de directi-

vos que reúnen todas estas características se reduzca, lo que favorece una mayor remuneración.

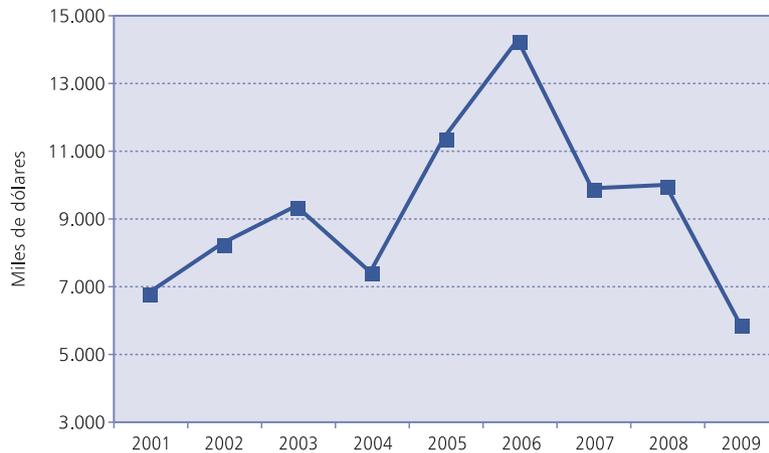
La estructura y composición del Consejo de Administración incide sobre la remuneración para los directivos del banco. El único límite que tienen los consejeros del banco al acordar la remuneración de los ejecutivos son los intereses de los propietarios. Por tanto, es relevante plantearse cómo han sido seleccionados los consejeros, en particular aquellos que tienen mayores responsabilidades a la hora de fijar el paquete de compensaciones de los directivos. Si el principal ejecutivo del banco tiene la capacidad de influir en los consejeros, las decisiones que adopten éstos sobre la remuneración del primer ejecutivo vendrán mediatizadas por su elección y, en menor medida, por los intereses de los accionistas y otros *stakeholders* del banco. La conocida teoría del poder gerencial (*managerial power*) sobre el Consejo de Administración dificulta la adecuada asunción de responsabilidades por parte de los consejeros (Core y Guay, 2010). La separación entre primer ejecutivo y presidente del Consejo es crucial, ya que, como argumentan Aebi *et al.* (2011), si los miembros del Consejo que son a la vez ejecutivos tienen que rendir cuentas al consejero delegado en vez de al Consejo, se genera una estructura inapropiada para los bancos, al concentrar excesivo poder en manos del consejero delegado, lo que impide una adecuada gestión del riesgo. Así, una de las medidas propuestas para la supervisión del riesgo en los bancos es que el ejecutivo que evalúa los riesgos informe al presidente del Consejo, quien, a su vez, debe ser independiente del consejero delegado.

Existe un amplio consenso sobre la necesidad de que la remuneración de los ejecutivos bancarios esté relacionada con los resultados del banco. Sin embargo, si la regulación pretende la estabilidad del sistema financiero, ello puede entrar en contradicción con uno de los objetivos de los sistemas de compensación de los ejecutivos, como es el fomento de la asunción de riesgos que permita crear valor para los accionistas. El aumento de la exposición de los bancos a mayores riesgos se suele dar en periodos de cambio de ciclo económico, cuando se conjuga la dificultad de mantener los ritmos de crecimiento de los beneficios con la reducción de la remuneración de los directivos y la pérdida de valor de las acciones. Esta conjunción de factores favorece que se asuman proyectos muy arriesgados por parte del principal ejecutivo, que en otro momento del ciclo económico serían impensables, ya que, como consecuencia de la responsabilidad limitada, del seguro de garantía de depósitos y de la garantía implícita de demasiado grande para quebrar, las pérdidas están limitadas, pero las ganancias no. Por tanto, los sistemas de remuneración individual de los directivos bancarios en función del precio de las acciones fomenta la asunción de riesgos excesivos en aquellos momentos en los que se impone una mayor prudencia para evitar el riesgo sistémico: final del periodo de crecimiento e inicio del periodo de recesión. En este sentido, Mehran *et al.* (2011) indican que la remuneración mediante opciones sobre acciones de los directivos bancarios no es compatible con los criterios de seguridad y protección de los acreedores y contribuyentes, por los que debe velar el regulador. Estos mismos autores observan que cuando el

sistema de remuneración del ejecutivo incluye incentivos para asumir riesgos ello suele ir unido a mayores volatilidades en el precio de las acciones del banco. En este sentido, la sensibilidad de la remuneración variable en función del resultado es menor en los bancos que en las empresas no financieras, debido al mayor apalancamiento de los bancos (John y John, 1993; Gande y Kalpathy, 2011). En la misma línea, Bebchuk y Spamann (2010) argumentan que la remuneración del CEO basada en acciones y/u opciones contribuye a intensificar la asunción de riesgos en las entidades financieras debido a su elevando apalancamiento, modificando la estructura de riesgos de la entidad y haciéndolas más vulnerables ante cambios en la coyuntura económica. En consecuencia, la parte de la remuneración que es sensible a los cambios en el precio de las acciones debe considerarse de forma diferente en las entidades financieras (Gande y Kalpathy, 2011).

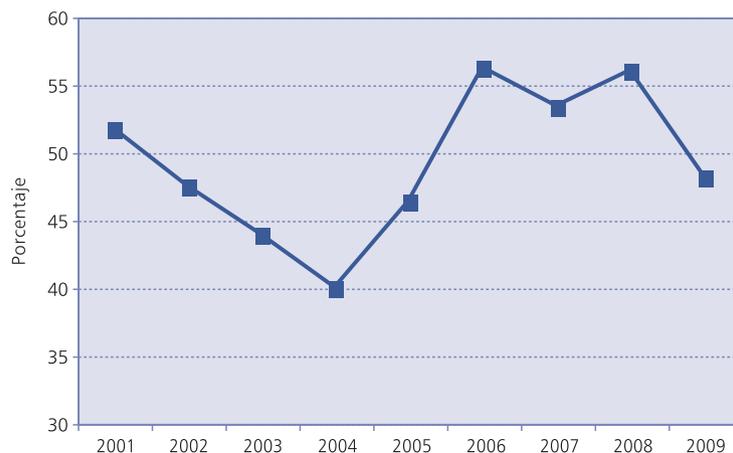
Los gráficos 2 y 3 no dejan lugar a dudas de que tanto la remuneración total como la relacionada con la evolución del precio de las acciones del banco (*equity link*) ha sido pro cíclica, reflejando en un primer momento el efecto del *boom* de las «punto com», posteriormente la ola de crecimiento al albur de la exacerbada actividad crediticia y, por último, los efectos de la letal crisis financiera. Ahora bien, lo que un banco necesita es justo lo contrario: incentivar la actuación anti cíclica, que permita capear los momentos más complicados del ciclo económico, y evitar problemas de insolvencia que puedan contribuir al riesgo sistémico. Los pagos relacionados con la evolución del precio de las acciones no contribuyen a reducir el riesgo sistémico. Por otro lado,

GRÁFICO 2  
**EVOLUCIÓN DE LA REMUNERACIÓN (TOTAL) DEL CEO**  
**(Grandes bancos europeos y estadounidenses)**



Fuente: Boardex.

GRÁFICO 3  
**PORCENTAJE DE REMUNERACIÓN DEL CEO VINCULADA A ACCIONES Y OPCIONES (EQUITY LINK COMPENSATION)**  
**(Grandes bancos europeos y estadounidenses)**



Fuente: Boardex.

introducir limitaciones vía cambios regulatorios en la remuneración de los directivos bancarios puede lesionar la capacidad de los bancos para atraer talento, y ahuyentar a personas competentes en los momentos en que más

se necesita ese talento para enfrentarse a los retos de gestionar una institución compleja en una situación de elevada incertidumbre. En este sentido, sería recomendable diseñar sistemas de compensación que permitan

poner coto a un crecimiento desmesurado de la remuneración de los directivos durante las épocas en que los mercados presentan una tendencia alcista, y que premien a los gestores previsores ante el final de un ciclo alcista. En este contexto, recientemente se han lanzado propuestas específicas de remuneración para directivos bancarios. Así, Bolton *et al.* (2011) proponen ligar la remuneración de los directivos bancarios a medidas del riesgo de insolvencia, mientras que Bebchuk y Spammann (2010) proponen que los directivos cobren en función no sólo del valor de las acciones, sino también de otros activos como la deuda emitida por el banco.

Conviene recordar, no obstante, que la estructura de propiedad del banco es clave tanto a la hora de exacerbar o mitigar los problemas de agencia como a la de fomentar o reducir el problema de excesiva remuneración de los principales ejecutivos. Core y Guay (2010) argumentan que cuando aumenta la concentración de la propiedad se reduce el problema de remuneración excesiva de los ejecutivos. En este sentido, el porcentaje de propiedad en manos del primer ejecutivo del banco es una variable relevante para determinar la remuneración de los principales ejecutivos.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que la referencia habitual para determinar la remuneración de los ejecutivos es la media del sector, en este caso del sector bancario. De existir algún banco que marque tendencia en su sistema de remuneración, el resto de entidades bancarias suelen actuar como seguidoras para evitar situaciones en las que algunos ejecutivos disminuyan su rendimiento alegando un problema de desigualdad manifiesta en sus

sistemas de remuneración (Core y Guay, 2010). En definitiva, parece que pudiera darse una relación directa entre las cantidades que perciben los principales ejecutivos de los bancos y el sentimiento del mercado. Cuando los mercados tienen una tendencia alcista, es relativamente sencillo justificar aumentos en la remuneración de los principales ejecutivos basados en el valor creado para los accionistas, mientras que cuando la tendencia es bajista se suele argumentar a favor del mantenimiento de las remuneraciones, ya que los ejecutivos no son responsables de la caída generalizada en los precios de los activos y, por tanto, de la pérdida de valor para los accionistas.

## VI. CONCLUSIÓN

La remuneración de los ejecutivos en el sector bancario es un elemento de gobierno corporativo difícil y, ciertamente, peculiar. Si ya en el sector no financiero existen numerosos factores que pueden influir en la eficiencia del sistema retributivo, y que hacen objetivamente difícil llegar a un consenso sobre las mejores prácticas retributivas, en el sector bancario estas dificultades se multiplican debido a la peculiar naturaleza de los intermediarios financieros en términos de naturaleza del negocio, estructura financiera, regulación y riesgo sistémico. En este trabajo, hemos repasado las distintas propuestas teóricas, desde el enfoque clásico de la teoría de la agencia hasta aspectos más novedosos provenientes de la psicología, relacionándolas con el negocio bancario y refiriéndolas a éste. Al hacerlo, vemos que surgen bastantes aspectos que pudieran ser objeto de un análisis más profundo y del correspondiente contraste empírico. Un balance rápido nos indi-

ca que los sistemas de remuneración en banca son complejos y difíciles y, más importante aún, arrojan dudas severas de que sean el resultado de un mercado transparente y eficiente. Dado que no hay duda de que un buen sistema retributivo en banca va mucho más allá de la mera satisfacción personal del directivo, es necesaria investigación de calidad para conocer mejor y cerrar muchos de los interrogantes que a lo largo de estas páginas, siguiendo la literatura relevante, hemos ido recogiendo.

### NOTAS

(1) Algunos defienden la falta de publicidad de las remuneraciones con el fin de evitar el incremento en cadena de los sueldos de ejecutivos, que se produciría al revelarse y conocerse las diferencias de remuneración entre empresas similares. Si bien es cierto que en el corto plazo se evitarían los problemas de un incremento generalizado en las remuneraciones, no parece que sea la mejor estrategia a largo plazo, dados los problemas que trae consigo la opacidad en esta materia.

(2) El riesgo que asume el consejero delegado de una empresa de ser despedido aconseja que evite los proyectos con riesgo para reducir su propia exposición, aunque ello suponga pérdida de valor para los accionistas. Esta forma de proceder lleva a la sub-inversión, al rechazar proyectos con VAN positivo.

### BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, R., y H. MEHRAN (2003), «Is corporate governance different for bank holding companies?», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9: 123-142.
- AEBI, V.; G. SABATO, y M. SCHMID (2011), «Risk management, corporate governance, and bank performance during the financial crisis», manuscrito inédito, *EFMA Conference*.
- AGELL, J., y P. LUNDBORG (2003), «Survey evidence on wage rigidity and unemployment: Sweden in the 1990s», *Scandinavian Journal of Economics*, 105, 1: 15-29.
- ALTMAN, E. I.; A. GANDE, y A. SAUNDERS (2010), «Bank debt versus bond debt: Evidence from Secondary Market Prices», *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 4: 755-767.
- BAKER, G. P.; M. C. JENSEN, y K. J. MURPHY (1988), «Compensation and incentives:

theory and practice», *The Journal of Finance*, 43, 3: 593-616.

BEBCHUK, L. A., y J. FRIED (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

BEBCHUK, L. A.; J. M. FRIED, y D. I. WALKER (2003), «Executive compensation as an agency problem», *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92.

BEBCHUK, L., y H. SPAMANN (2010), «Regulating bankers' pay», *Georgetown Law Journal*, 98, 2: 247-287.

BERTRAND, M., y S. MULLAINATHAN (2001), «Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are», *Quarterly Journal of Economics*, 116, 3: 901-932.

BOLTON P.; H. MEHRAN, y J. D. SHAPIRO (2010), «Executive compensation and risk taking», SSRN eLibrary, <http://ssrn.com/paper=1635349>.

BOYD, B., (1994), «Board control and CEO compensation», *Strategic Management Journal*, 15: 335-344.

CABLE, D. M., y T. A. JUDGE (1994), «Pay preferences and job search decisions: a person organization fit perspective», *Personnel Psychology*, 47: 317-348.

CAMERER, C.; G. LOEWENSTEIN, y M. RABIN (2004), *Advances in Behavioral Economics*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

CARD, D.; A. MAS; E. MORETTI, y E. SAEZ (2010), «Inequality at work: The effect of peer salaries on job satisfaction», *NBER Working Papers*, n.º 16396.

ČIHÁK, M.; A. MAECHLER, K. SCHAECK, y S. STOLZ (2009), *Who Disciplines Bank Managers?*, International Monetary Fund, Washington, DC.

COHN, A.; E. FEHR; B. HERRMANN, y F. SCHNEIDER (2011), «Social comparison in the workplace: Evidence from a field experiment», *IZA Discussion Paper n.º 5550*.

CORE, J. E., y W. R. GUAY (2010), «Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry?», SSRN eLibrary, <http://ssrn.com/abstract=1544104>.

DEMSETZ, H., y K. LEHN (1985), «The structure of corporate ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.

EDELMAN, B., y I. LARKIN (2009), «Envy and deception in academia: evidence from self-inflation of SSRN download counts», *Working Paper*, Harvard University, Cambridge, MA.

FAHLENBRACH, R., y R. STULZ (2011), «Bank CEO incentives and the credit crisis», *Journal of Financial Economics*, 99: 11-26.

<p>FEHR, E., y L. GOETTE (2007), «Do workers work more if wages are high? Evidence from a randomized field experiment», <i>American Economic Review</i>, 97, 1: 298-317.</p> <p>FESTINGER, L. (1954), «A theory of social comparison processes», <i>Human Relations</i>, 7, 2: 117-140.</p> <p>GANDE, A., y S. L. KALPATHY (2011), «CEO compensation at financial firms», SSRN eLibrary, <a href="http://ssrn.com/paper=1865870">http://ssrn.com/paper=1865870</a>.</p> <p>GARVEY, G. T., y T. T. MILBOURN (2006), «Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad», <i>Journal of Financial Economics</i>, 82: 197-225.</p> <p>GERHART, B.; S. RYNES, y F. I. SMITHEY (2009), «Pay and performance: Individuals, groups, and executives», <i>The Academy of Management Annals</i>, 3: 251-315.</p> <p>GINO, F., y L. PIERCE (2010), «Robin Hood under the hood: wealth-based discrimination in illicit customer help», <i>Organization Science</i>, 21, 6: 1176-1194.</p> <p>GOERGEN, M., y L. RENNEBOOG (2011), «Managerial compensation», <i>Journal of Corporate Finance</i>, 17, en prensa.</p> <p>HOLMSTROM, B. (2005), «Pay without performance and the managerial power hypothesis: A comment», <i>Journal of Corporation Law</i>, 30: 703-713.</p> <p>HOSKISSON, R. E.; M. W. CASTLETON, y M. C. WITHERS (2009), «Complementarity in monitoring and bonding: More intense monitoring leads to higher executive compensation», <i>Academy of Management Perspectives</i>, 23: 57-74.</p> <p>JOHN, T. A., y K. JOHN (1993), «Top-management compensation and capital structure», <i>The Journal of Finance</i>, 48, 3: 949-974.</p> <p>JENSEN, M., y W. MECKLING (1976), «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure», <i>Journal of Financial Economics</i> 3, 4: 305-360.</p> <p>KAHNEMAN, D., y A. TVERSKY (1979), «Prospect theory: an analysis of decision under risk», <i>Econometrica</i>, 47: 263-291.</p> <p>KNAPP, J. R.; T. DALZIEL, y M. W. LEWIS (2011), «Governing top managers: Board control, social categorization, and their unintended influence on discretionary behaviors»,</p>	<p><i>Corporate Governance: An International Review</i>, 19, 4: 295-310.</p> <p>KOSZEGI, B., y M. RABIN (2009), «Reference-dependent consumption plans», <i>American Economic Review</i>, 99, 3: 909-936.</p> <p>LANE, P. J.; A. A. JR. CANNELLA, y M. H. LUBATKIN (1998), «Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered», <i>Strategic Management Journal</i>, 19: 555-578.</p> <p>LARCKER, D. F., y B. TAYAN (2011), «Seven myths of executive compensation», SSRN eLibrary, <a href="http://ssrn.com/paper=1869019">http://ssrn.com/paper=1869019</a>.</p> <p>LARKIN, I., y S. LEIDER (2011), «Incentive schemes, sorting and behavioral biases of employees: Experimental evidence», <i>American Economic Journal: Applied Microeconomics</i>, en prensa.</p> <p>LARKIN, I.; L. PIERCE, y F. GINO (2011), «The psychological costs of pay-for-performance: Implications for the strategic compensation of employees», <i>Strategic Management Journal</i>, en prensa.</p> <p>LAZEAR, E. P. (1986), «Salaries and piece rates», <i>Journal of Business</i>, 59, 3: 405-431.</p> <p>LAZEAR, E. P., y P. OYER (2011), «Personnel economics: Hiring and incentives», en O. Ashenfelter, y D. Card (eds.), <i>Handbook of Labor Economics</i>, vol. 4b, Gran Bretaña, North Holland: 1769-1823.</p> <p>MACEY, J. R., y M. O'HARA (2003), «The corporate governance of banks», <i>Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review</i>, 9, 1: 91-107.</p> <p>MAS, A. (2008), «Labor unrest and the quality of production: Evidence from the construction equipment resale market», <i>Review of Economic Studies</i>, 75: 229-258.</p> <p>MAUG, E. G.; I. DITTMANN, y O. G. SPALT (2011), «Indexing executive compensation contracts», <i>ECGI Finance Working Papers</i>, n.º 309/2011, SSRN eLibrary <a href="http://ssrn.com/paper=1876765">http://ssrn.com/paper=1876765</a>.</p> <p>MEHRAN, H.; A. MORRISON, y J. D. SHAPIRO (2011), «Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?», <i>FRB of New York Staff Report</i>, número 502, SSRN eLibrary <a href="http://ssrn.com/paper=1880009">http://ssrn.com/paper=1880009</a>.</p> <p>MILKOVICH, G. T., y P. H. ANDERSON (1972), «Management compensation and secrecy po-</p>	<p>licies», <i>Personnel Psychology</i>, 25, 2: 293-302.</p> <p>MOORE, D. A., y P. J. HEALY (2008), «The trouble with overconfidence», <i>Psychological Review</i>, 115, 2: 502-517.</p> <p>NOSENZO, D. (2010), «The impact of pay comparisons on effort behavior», <i>CeDEx Discussion Paper n.º 2010-03</i>, Centre for Decision Research and Experimental Economics at the University of Nottingham, Nottingham, U.K.</p> <p>PAARSCH, H., y B. SHEARER (2000), «Piece rates, fixed wages, and incentive effects: statistical evidence from payroll records», <i>International Economic Review</i>, 41: 59-92.</p> <p>PRENDERGAST, C. (1999), «The provision of incentives in firms», <i>Journal of Economic Literature</i>, 37, 1: 7-63.</p> <p>SCHWARZWALD, J.; M. KOSLOWSKY, y B. SHALIT (1992), «A field study of employees' attitudes and behaviors after promotion decisions», <i>Journal of Applied Psychology</i>, 77: 511-514.</p> <p>SCHWEITZER, M. E.; L. ORDÓÑEZ, y B. DOUMA (2004), «Goal setting as a motivator of unethical behavior», <i>Academy of Management Journal</i>, 47, 3: 422-432.</p> <p>TAYLOR, L. A. (2010), «Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation», <i>The Journal of Finance</i>, 65, 4: 2051-2087.</p> <p>TAYLOR, S. E., y J. D. BROWN (1988), «Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health», <i>Psychological Bulletin</i>, 103: 193-210.</p> <p>TUNG, F., y X. WANG (2011), «Bank CEOs, inside debt compensation, and the financial crisis», Boston University and SSRN eLibrary, <a href="http://ssrn.com/paper=1570161">http://ssrn.com/paper=1570161</a>.</p> <p>TVERSKY, A., y D. KAHNEMAN (1991), «Loss aversion in riskless choice: a reference dependent model», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 106: 1039-1061.</p> <p>— (1992), «Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty», <i>Journal of Risk and Uncertainty</i>, 5, 4: 297-323.</p> <p>WEINSTEIN, N. D. (1980), «Unrealistic optimism about future life events», <i>Journal of Personality and Social Psychology</i>, 39: 806-820.</p>
--	--	--