

A favor de más peso del salario fijo en la retribución de los directivos de entidades financieras

Vicente Salas Fumás (Universidad de Zaragoza)

Es bien sabido que los accionistas de empresas altamente endeudadas, en régimen jurídico de responsabilidad limitada, tienen incentivos a asumir riesgos excesivos en las inversiones que realizan. La razón está en que la responsabilidad limitada acota el límite inferior de pérdidas para los accionistas al capital aportado, lo que significa también un riesgo de pérdida para los acreedores porque no tienen garantizada la recuperación del principal de la deuda. Por otra parte, cuando se producen estados de la naturaleza muy favorables las ganancias extraordinarias a que dan lugar pasan casi íntegramente a los accionistas, sin que los acreedores participen de ellas pues su contrapartida se limita al nominal más intereses de la deuda. En estas condiciones, un proyecto de inversión de alto riesgo con valores extremos positivos y negativos en los pagos inciertos puede proporcionar una ganancia esperada positiva para los accionistas incluso cuando el valor actual neto del proyecto esperado es negativo. Es decir, el proyecto que sería rechazado bajo el criterio de hacer máximo el valor económico de los activos invertidos puede ser aceptado por los accionistas que deciden bajo el criterio de hacer máximo el valor de sus acciones. Que los accionistas ganen, en términos esperados, cuando el valor económico del total de los activos disminuye, es posible porque bajo los supuestos de alto riesgo, alto endeudamiento y responsabilidad limitada los acreedores experimentan una pérdida esperada con la inversión, pérdida que se convierte en una transferencia de riqueza a favor de los accionistas. Las entidades financieras en general y los bancos en particular, mantienen un alto nivel de endeudamiento por lo que son un terreno abonado para que afloren los incentivos de los accionistas a transferirse a sí mismos rentas de los acreedores invirtiendo en proyectos de alto riesgo.

Los grandes bancos y entidades financieras acostumbran a cotizar en bolsa con una estructura accionarial muy fragmentada de manera que los accionistas tienen pocas posibilidades prácticas de influir en la gestión, que se pone en manos de equipos directivos profesionales. Para valorar si las entidades financieras controladas por directivos profesionales tienen los mismos incentivos que los accionistas a la hora de asumir inversiones de alto riesgo que destruyen riqueza, resulta necesario saber las motivaciones que mueven las conductas de esos directivos. En este sentido es de esperar que cuanto más alineados están los objetivos de los directivos con los de los accionistas mayor es la predisposición de aquellos a asumir los mismos niveles de riesgo que tomarían los accionistas en su lugar. La retribución de directivos con opciones de compra de acciones de la empresa, por ejemplo, activa con fuerza la predisposición del directivo a asumir riesgos elevados, incluso por encima de los que tendrían los accionistas en su lugar, porque se trata de un sistema retributivo donde las ganancias del directivo no está acotadas por arriba y las pérdidas están acotadas a cero (basta con no ejecutar la opción).

Si se desea evitar el incentivo de los propios directivos a asumir riesgos que destruyen riqueza, el diseño de los paquetes retributivos para estos directivos no debe guiarse únicamente por conseguir una buena alineación con los intereses de los accionistas, como sugiere una visión parcial de las recomendaciones de buen gobierno corporativo. Es cierto que los acreedores evitarán suscribir contratos de deuda cuando perciben la amenaza de ser expropiados en los términos descritos. Pero, al tratarse de entidades financieras donde los acreedores tienen asegurada la recuperación de los fondos reconocidos en los pasivos bancarios, los acreedores (depositantes) se desentienden de los riesgos a que los exponen los directivos de manera que en última instancia la transferencia de riqueza a los accionistas se hace desde las pérdidas que repercuten en el conjunto de la sociedad.

Las soluciones para contrarrestar la inclinación a asumir riesgos excesivos por quienes controlan la toma de decisiones en las entidades financieras, son diversas. Por ejemplo aumentar las exigencias de fondos propios en los pasivos de las entidades pues cuanto más aportan los accionistas más pueden perder y serán más conservadores a la hora de establecer los incentivos a la alta dirección. Este texto quiere centrar la atención en las soluciones que tienen que ver con cam-

bios en los sistemas de retribución de directivos. El objetivo prioritario es conseguir que los intereses de los directivos queden alineados con los intereses conjuntos de los accionistas y acreedores de las entidades financieras, pues ello equivale a que se incentiven las decisiones orientadas a hacer máximo el valor económico del conjunto de los activos. Por otra parte, si tenemos en cuenta el peso relativo de cada una de las fuentes de financiación en el pasivo de las entidades habrá razones para recomendar que se prime la alineación con los intereses de los acreedores sobre los de los accionistas. En este sentido, el sistema retributivo de los directivos que más acerca sus preferencias a las de los acreedores es el salario fijo (pues la compensación no se condiciona a los resultados mientras la empresa sea viable). Tomando este modelo retributivo como punto de partida la retribución se puede complementar con una parte de retribución variable para mantener cierto estímulo al esfuerzo, pero evitando inducir la asunción de riesgos excesivos. Esto se consigue con la entrega (moderada) de acciones restringidas y/ o primas variables con los resultados económicos pero acotadas para que nunca superen un valor máximo. Se trata en suma que el salario fijo tenga un peso predominante en el total de la retribución esperada de los directivos, de manera que ese total se insensibilice a las ganancias por resultados extremos, con muy baja probabilidad de ser atribuidos a decisiones orientadas a crear riqueza.

La propuesta anterior para el diseño de los sistemas retributivos en puestos de alta dirección en entidades financieras, tiene ventajas sobre otras que van en la dirección de vincular la retribución de los directivos a resultados a largo plazo de las entidades (por ejemplo a lo largo de un ciclo económico). La aplicación de las propuestas que pretenden desincentivar la búsqueda de resultados a corto plazo son difíciles de aplicar porque resulta casi imposible diferenciar entre el corto y el largo plazo sin poner en duda la propia eficiencia del mercado de valores y en definitiva la propia utilidad social de este mercado. Además, el horizonte temporal no es determinante a la hora de influir en los incentivos de los accionistas a asumir riesgos excesivos y sustraer rentas a los acreedores.

Por otra parte, una estructura salarial con más peso para el salario fijo reduce casi a cero el “precio” que los directivos pagan por mantener la ética y la integridad en su conducta cuando pueden elegir entre la integridad y actuaciones que dan prioridad a resultados inmediatos a sabiendas que se perjudican los resultados futuros de la empresa. En efecto, si el salario es fijo la compensación de los directivos será independiente de que se prime lo inmediato y en condiciones normales el directivo se decantará por preservar su integridad. Cuando se tiene la posibilidad de obtener beneficios privados muy elevados ejecutando la opción de compra de acciones que forma parte de las retribuciones, entonces la integridad tiene un precio y ya sabemos que al subir el precio baja la cantidad (integridad). La confianza es un activo muy valioso para el buen funcionamiento del sistema financiero. La falta de integridad en las actuaciones de los altos directivos, si se descubre, dañará severamente la confianza colectiva en el sistema, por lo que cualquier iniciativa que contribuya a reducir la posibilidad de esa pérdida, como dar más peso del salario fijo en la retribución de los directivos, resulta especialmente deseable desde el interés general. Téngase en cuenta, además, que los accionistas no tienen incentivos a interiorizar el efecto externo en forma de deterioro en la confianza en el sistema financiero al decidir sobre el sistema de retribución para sus directivos, lo cual supone una razón de peso para que la regulación se ocupe del diseño de los esquemas retributivos para altos directivos de entidades financieras.

Por último, es de esperar los salarios medios con un mayor componente fijo serán sensiblemente inferiores a los que se han pagado en fechas recientes pues ya no será necesario compensar por la desutilidad de los riesgos que asumen los directivos al aumentar la parte fija del salario. Además la mayor transparencia que acompaña a la sencillez del sistema retributivo, activará más fácilmente el control de los accionistas y la presión social.

Las propuestas sobre reforma del sistema de retribución para los directivos de entidades financieras que se están analizando en el contexto de la actual crisis, deben partir de un diagnóstico claro sobre las raíces del problema que se quiere resolver. Si las deficiencias detectadas en las prácticas retributivas hasta la fecha responden a una deficiente solución del conflicto de intereses entre accionistas y directivos, serán los propios accionistas los primeros interesados en mejorar esas prácticas en el marco del buen gobierno corporativo. Pero, si como se plantea en este texto, el origen del problema está en el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores que surge en empresas altamente apalancadas y en régimen jurídico responsabilidad limitada, además de los efectos externos sobre la confianza en el sistema financiero que causan abusos y engaños, entonces las propuestas de reforma deben tomar otro marco de referencia distinto al del

buen gobierno corporativo en su sentido más reducido. Nuestra propuesta concreta consiste en dar más peso al salario fijo en la retribución de los directivos en detrimento de las retribuciones variables para, de este modo, alinear los intereses de los directivos con los de los acreedores que en definitiva son el grupo de interés más importante en el pasivo de las entidades financieras y el colectivo cuyos intereses la regulación tiene el mandato de proteger. Por supuesto la propuesta tiene limitaciones, por ejemplo el llevar implícita una cierta deriva funcional del trabajo de los directivos. Sin embargo los incentivos al esfuerzo no desaparecen porque sigue actuando el mercado de trabajo externo, el mercado de control y la supervisión por parte de los accionistas y, en definitiva elegir siempre lleva consigo algún sacrificio.