

Document downloaded from the institutional repository of the University of Alcalá: <http://dspace.uah.es/>

This is a postprint version of the following published document:

Montes Pineda, O. & Crespo Espert, J.L. 2020, "Análisis económico del régimen jurídico de retribución de consejeros en el marco del gobierno corporativo". En: *Retribución de consejeros*, (Santiago Hierro Anibarro, dir.) Madrid: Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales. Pp. 21-46

© Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales

© Santiago Hierro Anibarro (dir.)

© De los autores

(Article begins on next page)



This work is licensed under a

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives
4.0 International License.

ANÁLISIS ECONÓMICO DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES EN EL MARCO DEL GOBIERNO CORPORATIVO¹

Óscar MONTES PINEDA

Profesor ayudante doctor de Economía Aplicada
Investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES) y de la
Cátedra RSC de la UAH
Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Alcalá

José Luis CRESPO ESPERT

Profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad
Investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES)
Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Alcalá

SUMARIO: I.- INTRODUCCIÓN: EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO Y EL DERECHO CORPORATIVO. – II.- FUNDAMENTOS ECONÓMICOS DE LOS SISTEMAS DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES: UN MARCO DE REFERENCIA. – III.- ANÁLISIS ECONÓMICO DE LOS SISTEMAS DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES. – IV.- ANÁLISIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES. – V.- REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIÓN. - VI. – BIBLIOGRAFÍA

I. INTRODUCCIÓN: ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO Y EL DERECHO CORPORATIVO.

La “empresa” como elemento de estudio y praxis, es un tema interdisciplinario, con importantes contribuciones emanadas de diferentes campos, entre los que se destacan el derecho, la economía, las finanzas corporativas y la contabilidad. Este capítulo presenta una primera aproximación a los sistemas retributivos de los administradores en empresas de capital, a través de lo que ha venido a llamarse el análisis económico del derecho (en adelante, AED).

A diferencia del análisis jurídico tradicional referido entre otros, a la naturaleza, interpretación y/o valor de la norma, el AED, difiere de dos maneras. Primero, el análisis teórico se centra en la eficiencia, y segundo, hace énfasis en los incentivos y las respuestas de las personas a estos incentivos. Ambas aproximaciones se apoyan en el constructo económico, que bajo un grupo de supuestos asociados a la noción de costes de transacción, el nivel y grado de información existente, el comportamiento de los individuos y los incentivos que enfrentan, entre otros, permiten analizar y predecir los efectos de las reglas o normas sobre el comportamiento humano. Pero también, valorar el

¹ Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de investigación DER2015-67918-P, La simplificación del Derecho de sociedades (III). La retribución de los administradores en el marco de mejora del Gobierno Corporativo, financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad.

contenido, forma y aplicación de la norma (incluyendo su posible mejora) (Calabresi, 1970 y 1984; y Posner, 1983).

El supuesto fundamental del AED es que las normas crean costes y beneficios para la realización de determinadas acciones, por lo que un sistema jurídico, una norma o una solución jurídica, debería buscar la eficiencia económica o la asignación eficiente de los recursos. Un sistema jurídico será eficiente cuando evita el desaprovechamiento o el despilfarro de recursos, o visto de otra forma, será eficiente en la medida en que consigue reducir los costes transaccionales (Coase, 1937).

En perspectiva histórica, hasta no hace mucho, el papel de la economía en el campo jurídico estaba confinada al estudio y análisis de las leyes antimonopolio, la regulación industrial, el derecho tributario, o incluso sobre temas que llevaban asociados la determinación de daños pecuniarios. No fue hasta los inicios de la década de 1960, cuando la relación entre el derecho y la economía cambió dramáticamente. En ese momento el AED se expandió a aquellas áreas más tradicionales del derecho como son los derechos de propiedad, los contratos, la responsabilidad civil extracontractual, el derecho penal y procesal, e incluso sobre el derecho constitucional y penal. Podría decirse que la economía cambió la naturaleza del análisis del derecho, el entendimiento común de la legislación e instituciones, así como de su ejercicio (Cooter y Ulen, 2012). Esta expansión se consolidó en la última década del siglo XX, con el reconocimiento (Nobel Foundation) a diversos economistas que contribuyeron a la fundación del AED, entre los que destacan Ronald Coase (premiado en 1991) y Gary Becker (en 1992). Esta nueva aproximación al análisis jurídico se llegó a considerar como el más importante desarrollo de los estudios jurídicos en el siglo XX (Ackerman, 1986; Cooter y Ulen, 2012). Podría decirse que esta tendencia ha ido creciendo, en la medida en que las contribuciones más recientes de un nuevo grupo de economistas (Akerlof, Spence y Stiglitz, premiados en 2001; Kahneman, en 2002; Fama, Hansen y Shiller en 2013; Hart y Holstrom, en 2016; y más recientemente, Thaler en 2017), ha servido de base para el AED.

Posner (1972; 2007) distingue dos ramas dentro del AED. Por un lado, la clásica, el análisis de las normas reguladores de la actividad explícitamente económica (leyes antitrust, sistema impositivo, comercio internacional...), que se remontaría a los análisis de Adam Smith sobre las consecuencias económicas de la legislación mercantilista. Por otro lado, una rama más reciente, que encuentra su origen en los trabajos de Ronald Coase (1960; 1981) y Guido Calabresi (1961), y que se caracteriza por extender el análisis económico a sectores del ordenamiento jurídico que no regulan actividades económicas propiamente -sectores ajenos al mercado-, bien sean del Derecho Privado o Público; o de Derecho sustantivo o procesal.

En el ámbito societario o empresarial, conscientes que las sociedades de capital son posiblemente la forma jurídica más empleada para el ejercicio de la actividad empresarial en todo el mundo (Marcos, 2015), el AED ha contribuido notablemente a investigar el campo del derecho de sociedades o corporativo (Arruñada, 1988; Demsetz, 1997). Si bien su principal aporte podría situarse en enfatizar el carácter contractual de las sociedades de capital (Alchian y Demsetz, 1972; Jensen y Meckling, 1976), también ha proporcionado conceptos, herramientas y aproximaciones distintas para entender mejor (y en ocasiones, resolver), los problemas y conflictos societarios (Marcos, 2015; Armour,

Hansman y Kraakman, 2009a y 2009b). Entre otros, cabría destacar aquellas contribuciones del AED sobre el capital social, los derechos de los socios, la distinción entre sociedades abiertas y cerradas, el mercado de control societario, la auditoría de cuentas y los deberes y responsabilidades de los administradores.

El reconocimiento de las sociedades como personas jurídicas separadas presenta un sin número de ventajas, como por ejemplo las reducciones de costes de transacción (Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976). El AED ha destacado la dimensión externa desde una perspectiva patrimonial, como centro de derechos y obligaciones (Hansmann y Kraakman, 2000). Aún más, en la medida en que el contrato de sociedades permite ordenar la dimensión interna y las relaciones entre los distintos sujetos que la integran, la especialización de funciones supone que los socios adopten una posición pasiva, esto es, inviertan capital en la sociedad de la cual a su vez son los propietarios y delegan en los administradores la gestión de la empresa.

La raíz de las sociedades de capital es contractual (Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976; Holmstrom y Tirole, 1989), pero la sociedad constituye un contrato singular a través del cual se articula una relación de carácter duradero en el tiempo entre diversos sujetos que pueden verse implicados o afectados por sus actividades. El contrato de sociedades facilita la producción y la acumulación del capital como recurso especializado aportado por los inversores, delegando la gestión en un órgano de administración separado. A través de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Jensen, 2000), el AED ha permitido explicar las claves de la relación entre propietarios/accionistas y administradores, entre propietarios entre sí (Child y Rodríguez, 2003) o entre agente y propietario y propietario y sociedad (Raelín y Bondi, 2013). De esta forma proporciona un marco de referencia que integrado en la regulación legal puede prevenir y resolver los posibles conflictos de interés que se produzcan entre las partes.

Podría indicarse además que la AED acentúa la visión contractual de las sociedades de capital (Alfaro, 1995; Garcimartin, 2002), en la medida en que justifica el interés social de la empresa, esto es, maximizar el valor de esta para los propietarios/accionistas y al mismo tiempo servir de guía a las decisiones de los gestores/administradores de la sociedad.

Por lo tanto, si las normas legales definen el régimen estándar del contrato de sociedad y reducen los costes de transacción, al permitir a las partes obviar un acuerdo detallado y prolijo de las cláusulas contractuales sobre todas las eventuales circunstancias que ocurran durante su relación, el AED contribuye decisivamente a evaluar críticamente esta reglamentación. Estos son algunos de los cometidos de este trabajo, que bajo el prisma del AED pretende abordar el análisis de los sistemas retributivos de los administradores como mecanismos de regulación de la relación principal-agente y sus posibles causas, pero también, comprender si la reglamentación existente (Ley de Sociedades Capitaless y otro tipo de legislación y normativa) resulta o no excesiva en lo relativo a la retribución de administradores.

Con este propósito, este capítulo se estructura de la siguiente manera. En el epígrafe siguiente, se revisan los fundamentos teóricos (teorías económicas) que dan cuenta de la relación entre los administradores y propietarios, donde se destacan los supuestos sobre los que se fundamenta, las posibles causas de conflictos y problemas, y las

aproximaciones más recientes respecto a las posibles formas de internalizar estos efectos si se atienden a las causas que los generan, como por ejemplo la relación contractual óptima, de información asimétrica y señalización y respecto a las motivaciones y comportamiento. Los siguientes epígrafes (tercero y cuarto) introducen los capítulos de análisis económicos y jurídicos desarrollados más adelante en este trabajo, presentan brevemente sus objetivos, desarrollo y resultados. En el último epígrafe, a modo de discusión, se reflexiona y enumeran algunos de los principales retos que enfrentan los sistemas de retribución de administradores en el marco del gobierno corporativo, al hilo de las investigaciones presentadas en esta obra, abriendo el debate a la consideración de posibles elementos que podrían condicionar su desarrollo futuro.

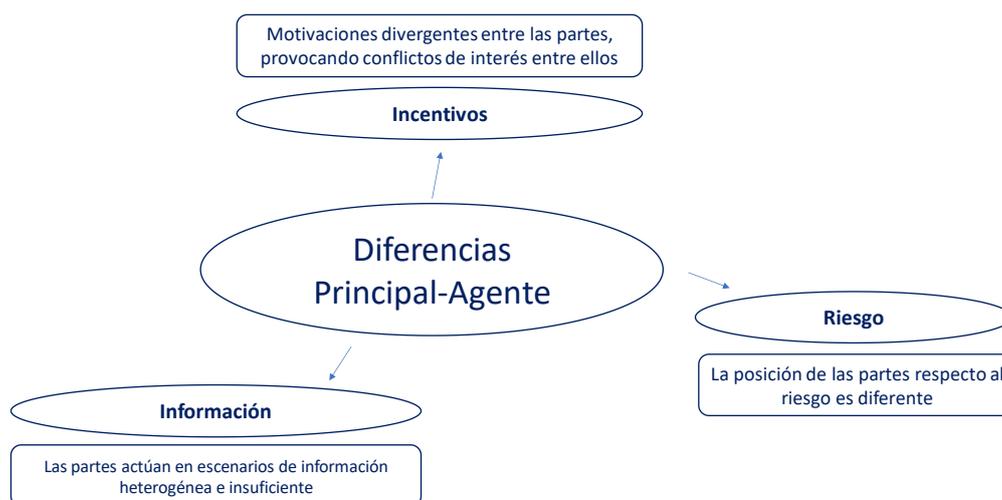
II. FUNDAMENTOS ECONÓMICOS DE LOS SISTEMAS DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES: UN MARCO DE REFERENCIA

En el ámbito corporativo, la separación de la propiedad y la dirección en las organizaciones y la dificultad de diseñar contratos perfectos (Spence y Zeckhauser, 1971) que hagan converger los intereses entre principal y agente, sugieren que los propietarios corren el riesgo de que los directivos utilicen la empresa para alcanzar sus propios objetivos al margen de los fijados por los primeros. Para atenuar estos conflictos, el AED se ha apoyado en una serie de aproximaciones teórico-empíricas de base económica, que han permitido, por un lado, identificar los elementos que condicionan estas relaciones y evaluar sus efectos, y por otro lado, impulsar el desarrollo de instrumentos y normativa eficientes dirigidas a mejorar la praxis profesional y el derecho corporativo en este terreno.

El constructo base para analizar y explicar la relación entre el principal y el agente en una organización, donde los comportamientos oportunistas dirigidos a maximizar las funciones de utilidad de cada parte constituyen los elementos esenciales, es la denominada Teoría de la Agencia (en adelante TA). La TA fue utilizada inicialmente en el campo de las finanzas y del gobierno corporativo. Desde su formulación inicial (Jensen y Meckling, 1976), este corpus ha sufrido importantes refinamientos y sofisticaciones, adaptándose a la complejidad de las relaciones contractuales modernas (Ganga Contreras et al., 2015).

En esencia, la relación de agencia supone que existen dos partes relevantes en la administración de las organizaciones: el Principal, que designa a un Agente realizar un servicio en su beneficio y delega en este segundo cierta autoridad para la toma de decisiones. Esta relación conlleva la existencia de información asimétrica, funciones de utilidad dispares y posiciones o niveles de riesgo diferentes (véase esquema 1), que pueden derivar en costes de pérdida de control (problema de agencia). Para responder a este problema, el gobierno corporativo ha de confeccionar normas e incentivos (relación contractual), bien sean tácitos y/o explícitos, que permitan asegurar un comportamiento coherente y convergente de los agentes con las expectativas e intereses que tiene el principal, por medio del reparto óptimo de los riesgos bajo condiciones o entornos de incertidumbre (Holstrom, 1979).

Esquema 1: Diferencias entre Principal y Agente en el Marco de la Teoría de la Agencia



Fuente: Elaboración propia en base a Gangas Contreras et al. (2015) y Jensen y Meckling (1976)

Entre las soluciones propuestas al problema de agencia, la literatura propone diseñar acuerdos formales e informales que motivan a personas con intereses en conflicto a tomar acciones que sean mutuamente beneficiosas. La teoría de los contratos permite explicar por qué los contratos adquieren diversas formas y diseños, y permite identificar con claridad los elementos esenciales a la hora de realizar distintos contratos. En este marco, el enfoque de la contratación perfecta es el más destacado en la investigación académica sobre sistemas retributivos y, con frecuencia, se le denomina simplemente "teoría de la agencia" (Jensen y Meckling, 1976; Shah, 2014).

Este enfoque considera el pago ejecutivo como una "herramienta o instrumento" para reducir los problemas de agencia. Gomez-Mejia y Wiseman (1997) formulan la cuestión central del problema del contrato perfecto u óptimo como: "la compensación o el equilibrio entre el coste de medir el comportamiento del agente y el coste de transferir riesgo al agente". Básicamente, la teoría argumenta que el pago al ejecutivo es una "herramienta" para alinear los intereses de los administradores (con funciones ejecutivas) con los de los propietarios o accionistas. Mediante negociaciones se define un contrato con los incentivos correctos que transfiere riesgos a un ejecutivo averso al riesgo. En un modelo simple, lo que determina la remuneración de los ejecutivos son los incentivos necesarios que impriman cierto nivel de riesgo sobre estos, haciendo que sus intereses y los resultados de su comportamiento se ajusten con las expectativas e intereses de los accionistas. El contrato basado en los resultados está compuesto por argumentos de eficiencia y es la compensación más eficiente entre los diferentes tipos de costes de agencia que minimizan las pérdidas residuales para los accionistas (Jensen y Meckling, 1976).

En esta línea, Holmstrom y Hart han realizado contribuciones esenciales al estudio del diseño de contratos aplicables a las relaciones de agencia². El trabajo de Holmstrom (Holstrom, 1979; Shavell, 1979) se centra en aquellas situaciones en las que las partes tienen la capacidad de firmar contratos completos, describiendo los pagos a realizar ante cada contingencia futura. Para ello, sugiere que los agentes deben ser retribuidos de

² Un análisis detallado de ambas aproximaciones puede encontrarse en Castaño Martínez, 2017 (63-76).

acuerdo con los resultados alcanzados (*performance pay*) pero el contrato solo debe incluir aquellas variables que éste pueda influir directamente y que proporcionan información sobre sus acciones (señales). Además, cada variable debe pesar (ponderarse) de acuerdo a su nivel de correlación con el esfuerzo (*informativeness principle*). El modelo general predice que, para solucionar el problema de agencia, la remuneración debería depender de la productividad, o diseñar compensaciones tales que, el agente comparta el riesgo con el principal.

Hart (2003) en colaboración con Grossman (1984) y Moore (1990) por su parte, sugieren qué en entornos llenos de incertidumbre, los contratos son necesariamente incompletos, pues las partes no pueden describir todas las contingencias futuras que pueden afectar a su relación contractual, en particular respecto a los retornos brutos esperados. En este contexto, es posible renegociar los contratos. Este hecho supone que los derechos de decisión y derechos de propiedad serán el elemento esencial en los contratos incompletos. Esto es debido a que los derechos de decisión o control cuidadosamente asignados pueden sustituir a las recompensas contractualmente especificadas. Bajo este esquema, Grossman y Hart (1982) llegan a cuestionar quién debe tener los derechos a tomar decisiones que no están explícitamente decididas en un contrato *ex ante* y qué pasa con la asignación de estos derechos de decisión si una empresa no alcanza sus objetivos o incumple una deuda. De forma general, la teoría predice que los administradores (con funciones ejecutivas) deberían tener el derecho de tomar la mayoría de las decisiones en sus empresas siempre y cuando el rendimiento sea bueno, pero los propietarios o inversionistas deberían tener más derechos de decisión cuando los resultados empresariales se deterioran.

Otro problema central en el contexto de la gestión y el gobierno corporativo se produce ante situaciones de información asimétrica (Connelly et al., 2011). Cuando una de las partes no es plenamente consciente de las características de la otra parte, o cuando a una de las partes le preocupa el comportamiento o las intenciones de la otra parte, se producen problemas de agencia.

En esencia, los problemas de información asimétrica en los modelos de agencia se refieren a que el principal tiene información incompleta sobre el comportamiento del agente. Esto es, el principal no es completamente consciente cuando el agente se desvía de sus intereses. Dependiendo de cuando se produce la información asimétrica, podrían surgir problemas de agencia asociados, por un lado, al riesgo moral, por ejemplo, cuando el agente elude sus responsabilidades, y, por otro lado, los problemas serían de selección adversa, por ejemplo, en los casos de sobre confianza para la realización de tareas. Los agentes podrían estar tan involucrados en la búsqueda de sus propios intereses que descuidan sus deberes y/o sobreestiman sus propias capacidades.

Para resolver estos problemas, el principal tiene dos opciones. Obtener (más) información sobre los esfuerzos y el comportamiento del agente mediante una mayor supervisión o proporcionar al agente los incentivos necesarios de manera que los intereses del principal y el agente se alineen. Al proporcionar incentivos, el riesgo de desviación de los intereses del principal se transfiere nuevamente al agente. Debido a que se supone que el agente es averso al riesgo y maximiza sus propios intereses, un paquete de compensación óptimo minimizaría el coste de agencia y el problema se reduciría a equilibrar la compensación

entre los costes de monitoreo (adicionales) y los incentivos (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997).

Otra teoría aplicada al problema de agencia para reducir la asimetría de información entre dos partes es la teoría de la señalización (Spence, 2002). Esta teoría reconoce que las asimetrías surgen cuando la información confiable y válida sobre cualidades ocultas (ej. habilidades, desempeño) y/o las intenciones (ej. motivación, interés) del comunicador no están disponibles o son difíciles de observar por el receptor (Six et al., 2010; Stiglitz, 2000). La aplicación de esta teoría al campo de gestión y gobierno corporativo fue iniciada con el estudio de Ross (1973; 1977) sobre incentivos gerenciales vinculados al nivel de financiación de la deuda capaces de garantizar una estructura financiera apropiada. Esta literatura, así como otras explicaciones institucionales (Fiss y Zajac, 2006) concibe los niveles de compensación de los administradores y los paquetes retributivos como señales de reputación fuera de la empresa. La cualidad oculta es el grado en que una empresa cumple con los principios de buen gobierno (Certo, 2003; Certo et al., 2001; Filatotchev y Bishop, 2002), pero también la medida en que reduce los posibles riesgos morales que resultan del comportamiento (no deseable) de un individuo (Jensen y Meckling, 1976; Ross, 1973).

Un paquete de compensación que incluya un componente relacionado con el buen desempeño indica la capacidad de respuesta de una empresa a las demandas del mercado (Lund, 2012). Ross (1973, 1977) y Leland y Pyle (1977) argumentan que la estructura financiera puede usarse para abordar el problema de riesgo moral y transmitir información sobre la verdadera naturaleza de la empresa al mercado.

Más allá de los argumentos sobre la mejora en la eficiencia de los contratos y sobre la reducción de los problemas de asimetrías de información como forma de responder al problema de agencia, y que pasaban por una adecuada definición de contratos de incentivos (asociados a resultados y/o definiendo derechos de propiedad y decisión) e incurriendo en costes de monitoreo (Eisenhardt 1989), el debate se centró en cuestionar otro grupo de postulados sobre el modelo tradicional de agencia. En particular, el supuesto de racionalidad, de aversión al riesgo y de maximización de rentas. Siguiendo la línea argumental propuesta inicialmente por Wiseman y Gómez-Mejía (1998), una mejor forma de explicar y responder al problema de agencia era variando los supuestos tradicionales de racionalidad y riesgo. Se incorporan de esta forma, las ideas de la teoría prospectiva (Kahneman y Tversky, 1979; Tversky y Kahneman, 1992) y de la economía del comportamiento (Simons, 1982; Thaler, 1985; Kahneman, 2003), colocando el desempeño del agente y la motivación laboral en el centro del modelo de agencia, bajo el argumento que los intereses de los propietarios y sus agentes tienen más probabilidades de estar alineados si los ejecutivos están motivados para desempeñarse lo mejor que puedan, dadas las oportunidades disponibles.

Esto supone una reconceptualización del modelo de agencia tradicional, desarrollando un nuevo modelo, el de la “teoría conductual de la agencia”, que asume una racionalidad limitada³, reconoce la importancia del capital humano de los agentes (se toma esto como

³ Hay muchas definiciones diferentes de "racionalidad limitada". Pepper y Gore (2012) proponen seguir a Williamson (1975), quien explica que la racionalidad está sujeta a límites de velocidad y almacenamiento neurofisiológicos sobre los poderes de los agentes para recibir, almacenar, recuperar y procesar información sin error. Williamson también habla de un elemento adicional de racionalidad limitada, que él llama "límites de idioma", que son las restricciones para que los individuos se comuniquen de manera

una función de habilidad y motivación laboral) y permite desviarse del modelo de elección racional cuando se trata de pérdidas, la aversión al riesgo y la incertidumbre, el descuento temporal, la aversión a la inequidad y la compensación entre la motivación intrínseca y extrínseca (Pepper y Gore, 2012).

Siguiendo esta línea argumental, las principales modificaciones podrían resumirse en cuatro grandes elementos. Primero, referido al desempeño del agente y la motivación laboral. La teoría de la agencia pone menos énfasis en el objetivo de motivar a los agentes para que rindan al máximo de su capacidad y se centra más en alinear los intereses de los agentes y los principales. La segunda modificación se relaciona con el riesgo y la incertidumbre⁴. La teoría de la agencia conductual supone que los altos ejecutivos son principalmente reacios a las pérdidas y solo secundariamente reacios al riesgo (Wiseman y Gómez-Mejía, 1998), esto supone que arriesgarán más para prevenir pérdidas. La tercera modificación se refiere a las preferencias en el tiempo. En la teoría de la agencia conductual se supone que los agentes descuentan el tiempo de acuerdo con una función de descuento hiperbólico en lugar de exponencialmente, como es el caso del descuento financiero (Ainslie, 1991; Ainslie y Haslam, 1992). Esto significa que los incentivos a largo plazo son, por lo tanto, menos preferidos por los agentes y su efecto es menor de lo que se argumenta. Si los incentivos a largo plazo están relacionados con los incentivos del mercado de valores (ej. opciones sobre acciones), unido al hecho que están influenciados por el desempeño organizacional, cuando la volatilidad del mercado de valores es alta, la preferencia por retribuciones a corto plazo será mayor. La cuarta modificación se relaciona con las percepciones que un agente tiene de una compensación equitativa. Si los agentes sienten que sus aportes, el esfuerzo y las habilidades que ponen en su trabajo, son recompensados de manera justa y adecuada por los resultados, las recompensas tangibles e intangibles del empleo, entonces los agentes estarán felices en su trabajo y motivados para continuar contribuyendo al mismo nivel o en un nivel superior (Adams, 1965). Sin embargo, si la relación entre entradas y salidas no es proporcional, un agente quedará insatisfecho y, por lo tanto, desmotivado.

Este último elemento, presenta ciertas connotaciones a las llamadas teorías del servidor o de *stewardship* (Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997; Donaldson and Davis, 1991) y del efecto desplazamiento o *crowding-out* (Frey, 1997a y 1997b). Este grupo de teorías concibe que el agente tiene un espíritu colectivo, es pro-organizacional y digno de confianza, en lugar de ser individualistas, oportunistas y egoístas (Donaldson 1995), lo cual, como se ha indicado, sugiere que los intereses de agentes y propietarios están alineados, esto es, sus motivaciones se centran en actuar buscando el mejor interés de los propietarios y la organización. En este contexto, la retribución desempeña un papel secundario en la motivación del agente, porque las recompensas no pecuniarias son de mayor importancia (Donaldson et al., 1991). La teoría se centra más en recompensas intrínsecas, en lugar de extrínsecas, llegando a sugerir que los incentivos monetarios pueden llegar a desplazar la motivación intrínseca y, por lo tanto, también las buenas

integral de tal manera que otros los entiendan completamente. De lo anterior, parece pertinente citar a Foss (2010), quien proporciona una elegante descripción resumida de la racionalidad limitada en términos de (1) limitaciones en la capacidad humana para procesar información; (2) intentos de economizar el esfuerzo mental confiando en atajos o heurísticas; y (3) del hecho de que la cognición y el juicio están sujetos a una amplia gama de sesgos y errores.

⁴ Si bien es reconocida por la literatura la distinción Knightiana entre riesgo (resultados probabilísticos) e incertidumbre (resultados indeterminados), para los fines de este capítulo, ambos conceptos, "riesgo" e "incertidumbre", pueden entenderse como sinónimos.

intenciones (Frey, 1997a y 1997b). Los ejecutivos están intrínsecamente motivados por la necesidad de lograr y recibir el reconocimiento de otros (Donaldson et al., 1991).

Por lo tanto, la teoría conductual argumenta que el ejecutivo está dispuesto a correr riesgos bajo ciertas circunstancias, es decir, para evitar pérdidas u objetivos perdidos, y no está dispuesto a correr riesgos una vez que ha alcanzado sus objetivos de desempeño (Balsam, 2002). En esta teoría, se argumenta que las decisiones ejecutivas generalmente buscan limitar las pérdidas (Wiseman y Gomez-Mejia, 1998). La toma de decisiones estratégicas y los mecanismos de gobernanza tienen efectos sobre la asunción de riesgos de los ejecutivos y, por lo tanto, afectan el riesgo percibido de los ejecutivos sobre su riqueza. Para responder a los problemas de agencia, por lo tanto, los sistemas retributivos deberían tener muy en cuenta la cantidad de riesgo sobre la riqueza del ejecutivo que se desea asignar (Wiseman y Gomez-Mejia, 1998).

Operativamente, la reducción de los conflictos entre los agentes y el principal se apoyan en los llamados mecanismos de control y los sistemas retributivos. Existe una serie de mecanismos para solucionar los problemas de agencia, que intentan proteger los intereses de los propietarios.

Cuadro 1: Ejemplos de mecanismos de control de administradores

Externos	Internos
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mercados de productos ▪ Mercado de trabajo (Directivos) ▪ Mercado de capitales ▪ Mercado de control corporativo ▪ Sindicatos 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Consejo de administración ▪ Diseño de contratos de compensación ▪ Estructura financiera ▪ Accionistas ▪ Trabajadores

Fuente: Elaboración propia en base a Aguilar Pastor (2000) y Senise Barrio (2005)

Los mecanismos de control pueden ser tanto externos como internos a la empresa (cuadro 1). Estos últimos se dividen a su vez en mecanismos directos e indirectos. La TA reconoce como mecanismo alternativo al control directo, poco útil en el caso del directivo (Aguilar Pastor, 2000), el diseño correcto del contrato entre principal y agente como forma de conseguir alinear los intereses utilizando incentivos (Coughlan y Schmidt, 1985; Tosi y Gómez-Mejía, 1989; Demsetz, 1990; Jensen y Murphy, 1990).

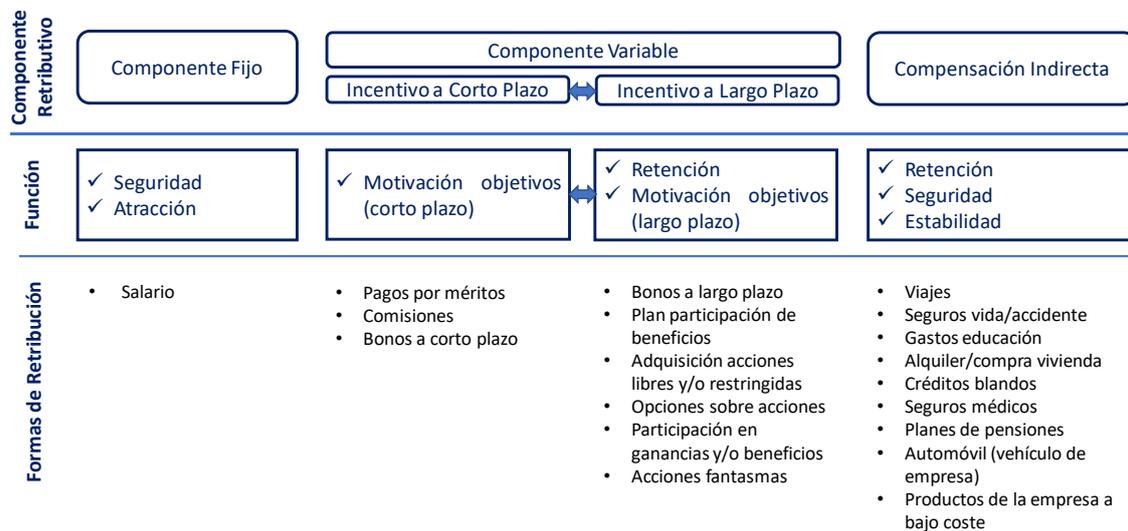
Tal como defienden Jensen y Meckling (1976), los sistemas retributivos deben ser diseñados para motivar a los directivos a seleccionar e implementar acciones que incrementan la riqueza de los propietarios.

Las decisiones relacionadas con el diseño del paquete de compensación de los directivos permiten comprender, por un lado, qué determina el mismo, y por otro, como puede afectar al desempeño de la empresa. De forma general (Aguilar Pastor, 2000), el diseño de sistemas retributivos de directivos podría resumirse en dos fases o procesos: Uno, se refiere a la fijación de la cuantía, otro, a la determinación de la estructura de compensación.

La cuantía global que el directivo va a percibir se calcula una vez que se determina la posición relativa de cada ejecutivo dentro de la jerarquía retributiva de la empresa.

Tradicionalmente esta tarea se realiza analizando las (1) características del puesto de trabajo, (2) las características personales y (3) el rendimiento en el tiempo (pasado, presente y previsto). Por otro también, se determina teniendo en cuenta el valor monetario de los diferentes elementos identificados o valoradas las referencias para ello en el mercado laboral.

Esquema 2: Componentes, función y formas de Retribución de Directivos



Fuente: Elaboración propia en base a Aguilar Pastor (2000) y Senise Barrio (2005)

La determinación o diseño de la estructura de la compensación supone especificar el peso relativo de cada componente retributivo respecto a la cuantía global, que puede ser de carácter fijo, variable o indirecto, condicionado por el horizonte temporal. La retribución de carácter fijo otorga seguridad en términos de ingresos al directivo, y supone un coste fijo elevado para las organizaciones. El componente o retribución variable, influye sobre la discrecionalidad, motivación y riesgo de los directivos, que unido al efecto control (alineación intereses) permite controlar la masa salarial, al vincular mayores retribuciones al resultado de la organización. La compensación indirecta, se trata de fórmulas de incentivación y motivación para la permanencia del directivo en la empresa y potenciar su estatus, así como para la captación (atracción) de directivos en el mercado (véase esquema 2).

Un sistema de incentivos adecuado, por lo tanto, se eleva como un instrumento útil para atraer, retener y motivar ejecutivos. En el marco de la teoría de agencia positiva, estos se refieren a las retribuciones de administradores y miembros del consejo de administración. Su diseño considera que el nivel retributivo se basa en el precio de mercado de los ejecutivos y, la estructura de estos, en los incentivos necesarios desde el punto de vista de los propietarios para hacer cumplir un contrato perfecto sobre la base de unos niveles de control y monitoreo.

Para evitar la pérdida residual derivada del oportunismo de los ejecutivos, la literatura ha propuesto diversos modelos o soluciones: desde la teoría de contratos se propone asociar la retribución a los resultados del desempeño de la organización (teoría de los contratos perfectos), que estos resultados sean controlables por el ejecutivo y medibles (teoría de

los contratos completos), o incluso que deban garantizar al ejecutivo su capacidad de decisión en situaciones en las que la organización muestre un buen desempeño (teoría de contratos incompletos). Las situaciones de información asimétricas proponen que cuando se produce esa falta de información (selección adversa o riesgo moral), deberían realizarse prácticas de monitoreo o incentivos. Sugiere en los casos de riesgo moral, asociar los incentivos (retribuciones) a resultados concretos sobre el desempeño empresarial con algún componente a largo-plazo, pero también asociar la retribución a que las organizaciones consigan cualidades corporativas concretas capaces de servir como señal (informar) sobre el buen desempeño al mercado, en particular, los inversionistas (ej. estructuras financieras corporativas estables). Por último, desde la teoría conductual de la agencia se indica que los incentivos han de dirigirse a motivar a los ejecutivos, trasladándoles un mayor nivel de riesgo (asociadas a posibles pérdidas), e incluso equilibrar las retribuciones en el horizonte temporal. Esto es, componentes de pagos variables o incluso vinculados a la propiedad de las corporaciones.

A partir de estos supuestos teóricos, cabría preguntarse sobre las implicaciones alcanzadas desde un punto de vista económico y jurídico, tanto en términos de su evidencia, como de sus efectos. Esto será el cometido de las próximas dos secciones.

III. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LOS SISTEMAS DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES

Esta sección introduce el análisis económico de los sistemas retributivo de los administradores y consejeros en España que se realiza en la primera parte de este manual. Pretende a través de sus capítulos, brindar evidencia teórica-empírica actual de la relación de agencia y sus importantes refinamientos y sofisticaciones, ante la complejidad de las relaciones contractuales modernas. Se parte de las diferentes aproximaciones vertidas por la teoría económica, centrandó el análisis sobre las causas de conflictos principal-agente y la adecuación de las soluciones adoptadas en términos del diseño (nivel y estructura) y evolución de las retribuciones y su capacidad para responder al problema de agencia.

El primer capítulo, aborda la remuneración de los administradores desde la teoría de contratos. Profundiza sobre los elementos que determinan la relación contractual óptima por incentivos (Holstrom, 1979) y a través de los llamados contratos incompletos (Hart, 1979, 2003; Grossman y Hart, 1986), donde la imposibilidad de especificar las acciones ante futuras eventualidades supone centrar el análisis en la definición de los derechos de decisión y propiedad.

Cuando los administradores y propietarios de una organización tienen intereses encontrados, suelen intentar enmendarlos a través de acuerdos. Un adecuado diseño de contratos capaz de recoger los estímulos de ambas partes permite eliminar, o al menos reducir, los posibles conflictos existentes, y, sobre todo, alcanzar un beneficio conjunto. El gran escollo en este proceso surge de la posibilidad, o la capacidad, de documentar adecuadamente las expectativas, la relación y, sobre todo, el rendimiento sobre el que se calcula la remuneración de los administradores.

En este diseño, resulta determinante comprender y analizar la cuantía, estructura y evolución de la remuneración, en la medida en que son muchos los componentes sobre

los que se podría incidir para mejorar la relación. Unido a los elementos determinantes del desempeño del agente, la teoría de los contratos óptimos sugiere valorar elementos de riesgo y motivación. Lo que supone a grandes rasgos, que los salarios de los directivos han de tener componentes fijos, variables e indirectos vinculados a objetivos, lo que lleva consigo una transmisión de riesgo, que busca alinear los incentivos de estos con aquellos del principal en entornos inciertos. Otro elemento de la estructura salarial a tener presente, sobre todo asociado al componente variable, se refiere al horizonte temporal.

Con datos de las retribuciones de los consejeros ejecutivos y delegados de empresas en el mercado cotizado para 2017 en España, Mir Fernández et al., señalan que el sueldo y la remuneración fija representa el 46,6% y el 50,2% de la cuantía total en 2017 respectivamente. Este hecho revela la existencia de un conjunto elevado de componentes adicionales a discreción de la relación principal-agente sobre los que se construye la remuneración variable a corto y largo plazo. De particular interés resulta el valor y la evolución de los componentes de bonus y acciones de los consejeros ejecutivos y delegados. Respecto a los bonus, para el período analizado (2013-2017), pasan del 24,7% y el 21,9% al 30,8% y 29,4%. Las acciones por su parte, en los 4 años analizados, pasan del 3,9% y 3% al 6,2 y 5,5. Conjuntamente suponen el 37% y el 35% respectivamente.

Como apuntan estos autores, un diseño adecuado del sistema de incentivos de los administradores se construye sobre los criterios asociados al nivel de responsabilidad asumido y tiempo de dedicación con referencia a los resultados de la empresa, pero también, a su nivel de cualificación y experiencia, los conocimientos y sus méritos profesionales, entre otros. En el mercado español, la fijación de los diferentes componentes de retribución de administradores no es diferente al de otros países, aunque hay cierta evidencia que los criterios menos relevantes que determinan las retribuciones se refieren a los indicadores de solvencia, capitalización y sostenibilidad de las empresas. Pese a ello, el capítulo mencionado también apunta a que, en la práctica, la variable explicativa entre las grandes empresas (IBEX 35), que determinan la diferencia salarial de estos empleados se debe al tamaño de la organización.

Como tal, los autores sugieren que este hecho introduce cierta relatividad en el comportamiento de las empresas a la hora de fijar la remuneración de los administradores, que oscila entre el ejercicio eficaz de la gestión empresarial y/o la creación de valor, al que los sistemas retributivos pueden verse sesgados por el papel de los administradores o incluso del principal, estos últimos centrados en la obtención de resultados cortoplacistas. Todo ello parece reflejar la tendencia de crecimiento de las retribuciones de los últimos años en comparación con el rendimiento empresarial o del resto de empleados, incluso aquellos más cualificados.

Esta evidencia conduce a que en el próximo capítulo se revisa la literatura económica sobre los sistemas de remuneración de los administradores, y se realice un análisis robusto sobre los elementos que los determinan. Cabe destacar el análisis desde el prisma del gobierno corporativo ante una variedad de escenarios (tipo de propietarios, regulaciones, etc.), para luego centrarse en las aportaciones de Holstrom y Hart sobre contratos completos e incompletos. En particular se resalta el objetivo que han de perseguir los sistemas retributivos, pero al mismo tiempo, como deberían asignarse los derechos de

decisión en contextos inciertos. Para el conjunto de medidas analizadas, derivan afirmaciones que podrían agruparse desde el ámbito legislativo y de la supervisión.

Disponer de información fiable y actual sobre los sistemas de retribución de los administradores (transparencia) permite comprender su propósito, pero al mismo tiempo, permite analizar sus determinantes y como pueden afectar al desempeño de la empresa. En el capítulo desarrollado por Crecente et al., se analiza la cuantía y estructura de las retribuciones de los miembros del consejo de administración y alta dirección de las empresas del Mercado de Valores Español para el período 2013-2016.

En dicho capítulo se reconoce el importante esfuerzo legislativo por mejorar la transparencia sobre el contenido y la calidad de la información corporativa (Ley 2/2011 de 4 de marzo para empresas cotizadas), lo que ha conducido a estas empresas ha incluir información relativa a las retribuciones satisfechas a los consejeros y miembros del consejo de administración en su informe de gobierno corporativo e informe anual sobre remuneraciones. En su ejercicio, se observa que la mejora de la información ha venido a cuestionar la eficiencia de los sistemas retributivos tradicionales y sugieren evolucionar hacia sistemas retributivos ligados a la situación económica-social existente en cada momento, así como promover la independencia en la toma de decisiones para evitar posibles conflictos de interés. Esto es, la retribución ha de guardar una relación directa con la dedicación, la cualificación profesional y la responsabilidad asumida en puestos directivos y de los consejeros.

En este escenario, el capítulo analiza la cuantía y estructura de las retribuciones, y presenta, con un importante grado de detalle, las retribuciones atendiendo a sus diferentes componentes, aquellos de carácter fijo y variable, incluyendo en estas últimas, una diferenciación a corto y largo plazo. Los resultados alcanzados para el conjunto de empresas analizadas, al igual que lo observado por el capítulo que le precede, parecen indicar que existe un importante peso de aquellas retribuciones de carácter fijo y a corto plazo. Diversos estudios para España (Aguilar Pastor, 2000) han venido a señalar que esta situación puede deberse al escaso nivel de desarrollo de este tipo de esquemas (poca experiencia en el diseño por novedad), una mayor complejidad administrativa asociada al diseño e implantación comparativamente frente a los incentivos a corto plazo, o también, por la posible peor aceptación de los directivos a este tipo de fórmulas retributivas, dada la mayor variabilidad en términos de ingresos reales. Esto último quizás justificado, por una posición de aversión al riesgo o a las pérdidas de los directivos.

Por otro lado, este trabajo también presenta un análisis sobre las políticas retributivas existentes, indica los criterios de retribución y realiza un análisis bastante detallado por componente retributivo en lo relativo a los objetivos, previsiones y riesgos de implementación. Dentro de este marco, los autores presentan un análisis comparado entre las empresas cotizadas perteneciente al IBEX 35 y el resto de las empresas cotizadas. De estos análisis y respondiendo al cuestionamiento de partida de evolucionar hacia una política retributiva eficiente, cabría destacar la reflexión que realizan en torno al componente variable que ha de equilibrar la relación riesgo-motivación, de forma que el incentivo sea suficiente para generar la motivación y garantizar el control deseado, sin que resulte excesivo el riesgo transmitido. Entre otros, sugieren ligar la retribución del

directivo a los resultados a largo plazo, pues centra los objetivos y la visión estratégica de éste.

Dicho capítulo cierra presentando diversas conclusiones que giran en torno a la relevancia de la transparencia informativa, en particular sobre la cuantía y estructura de las retribuciones, los contenidos de las políticas retributivas, al tiempo que brinda algunos indicios o sugerencias sobre aspectos a considerar de cara a futuro.

En los últimos años, se ha avanzado en el estudio de las dimensiones que determinan la retribución de los administradores. Entre ellos, se ha conocido que los modelos basados en el comportamiento racional distan mucho de la realidad. Hoy se debate sobre la importancia de elementos asociados a la motivación, el esfuerzo, las posiciones frente al riesgo o incluso la racionalidad. En el capítulo de Martínez Morán et al., se analiza como estos elementos inciden en la remuneración de los administradores y la alta dirección desde lo que ha venido a denominarse las finanzas conductuales o más generalmente, los modelos de agencia conductuales (Wiseman y Gomez-Mejía, 1998; Pepper y Gore, 2012), corpus que recoge e integra estos elementos en las relaciones de agencia.

Los autores abren el capítulo indicando que pese al debate a favor o en contra de un control y moderación, incluso normativo, de las retribuciones excesivas (sistemas retributivos) de administradores y la alta dirección corporativa respecto al resto de la población laboral, se sigue defendiendo su idoneidad y particularidad. Las compensaciones ejecutivas pueden entenderse como procedimientos meritocráticos que estimulan el buen desempeño y exhortan la asunción de riesgos, pero al mismo tiempo, resarcan la presión competitiva sufrida y la dedicación plena y exclusiva, además de la temporalidad reinante en estas posiciones.

La relación entre propiedad y control de una organización se enmarca en una relación contractual sujeta a importantes debates sobre eficiencia debido a las múltiples casuísticas y particularidad de cada caso, esto es, una serie de elementos que les afectan y que inciden de manera diferente por países, sectores, tipo de empresa, etc. Por citar algunos ejemplos, estos autores se refieren a la legislación o la cultura empresarial. Es más, indican que una relación de este tipo (contractual) conlleva aspectos claramente definidos y regulados (horario de trabajo, funciones, etc.), pero también conviven circunstancias no pactadas (expectativas, motivaciones o deseos) e incluso intereses (explícitos/revelados o no) por cada parte.

Se pretende responder a la pregunta de eficiencia de los sistemas retributivos desde la perspectiva de la economía del comportamiento y finanzas conductuales, se destaca entre otros, las limitaciones de racionalidad o las diferentes posiciones ante del riesgo de los actores en entornos inciertos, aparte de las sujeciones a la jurisdicción existente bajo las que se rigen los contratos explícitos.

Con este propósito, en dicho capítulo se revisan diversas teorías y modelos que han contribuido a definir la relación entre propiedad y control; analizando la de mercados eficientes, comportamientos maximizadores de utilidad (rentas y beneficios), existencia de información asimétrica, análisis de contratos óptimos y contratos incompletos, entre otros. Con este ejercicio se pone de manifiesto que estos modelos no recogen totalmente

los elementos más intangibles de la relación de agencia (expectativas, motivaciones, intereses...), que pueden afectar el desempeño de la organización.

Con la intención de abordar y justificar la relevancia de estos elementos (intangibles) en la relación de agencia, realizan un análisis detallando los riesgos que asume cada parte, que relacionan con el desempeño directivo y los resultados alcanzados con su gestión. Asimismo, analizan la configuración de los sistemas retributivos y su objetivo, en términos de su propósito, cuantía y estructura, esto es, ¿qué debería pagarse? ¿cuánto debería pagarse? y ¿cómo debería pagarse? Ambos análisis resaltan la relación riesgo-motivación. En este contexto, aplican los principios de la economía conductual para explicar los sistemas de remuneración e identificar los factores limitantes que influyen en su diseño y funcionamiento.

El capítulo concluye destacando la necesidad de profundizar empíricamente en esta línea de investigación (finanzas conductuales) para identificar mejor cuales son las variables explicativas más relevantes.

El último capítulo de esta primera parte, García-Henche et al., presentan un análisis que vincula la participación de la alta dirección en el entorno digital y las retribuciones de los directivos, y destaca el papel de los canales de comunicación e información utilizados por las Empresas.

Estos autores observan que la revolución digital ha propiciado cambios relevantes respecto a las necesidades de información empresarial, tanto en contenido y calidad, pero también en su flujo y frecuencia. Entienden, además, que, la comunicación ha tenido que adaptarse a este nuevo entorno empleando diversos instrumentos que permiten a las organizaciones generar información de calidad. Hoy se habla de información abierta de las empresas y sus directivos, dirigida a mejorar la imagen y credibilidad, que mejoran la marca corporativa pero también crean valor para los accionistas.

El capítulo centra su análisis sobre los nuevos medios de comunicación y los contenidos compartidos por las empresas en redes sociales para mejorar su imagen corporativa, crear valor, e incluir los efectos directos sobre los consejeros de las empresas en el mercado español, en particular, sobre las retribuciones. Como bien señalan los autores, la amplitud de consecuencias para las empresas e individualmente para los consejeros “comprometidos” es extensa. Por ello, se agrupan las mismas de acuerdo con la presencia en entornos digitales, creación de marca (personal y corporativa), fortalecimiento de relaciones con *stakeholders* o partes interesadas, estrategias de comunicación y diferencias salariales derivadas del comportamiento entre los miembros del consejo de administración en el nuevo entorno.

Más en detalle, el capítulo mencionado introduce como punto de partida los problemas de información existentes (en particular, aquellos “ex-ante”, referidos a selección adversa), siguiendo lo expuesto por Akerlof, Spence y Stiglitz (premiados con el Nobel en 2001). En este contexto, se analizan los cambios en la comunicación y el posicionamiento de las empresas, incluyendo la realizada por los directivos, que se construye sobre los tipos de herramientas digitales constituyentes del *mix* de comunicación empresarial. Resulta interesante el análisis que relaciona la presencia de los directivos del IBEX 35 en redes sociales y sus retribuciones. Estos autores observan

cierta relación entre aquellos directivos más activos en redes con sus remuneraciones, e incluso llegan a comentar sus efectos sobre el valor de marca.

El capítulo cierra otorgando un papel relevante a las nuevas formas de comunicación en esta nueva economía digital, en la medida en que responde a esa necesidad informacional consecuencia de asimetrías de información. Aún más, en línea con diversos estudios internacionales (McIlwain, 2009), estos autores sugieren que los intangibles, en particular las marcas (imagen y posicionamiento, o su valor financiero), pueden conseguir mejorar el desempeño de la organización, incluso el valor para los accionistas. Mucho de este cometido, podría potenciarse con una actitud más social de los directivos y consejeros.

Los capítulos desarrollados y que ahora se han comentado sugieren que la retribución de administradores se fundamenta en la teoría de la agencia, que centra su análisis en la monitorización de costes y la alineación de incentivos entre propietarios y directivos a través de sus paquetes retributivos. Cabe reconocer que la formulación tradicional de la teoría de la agencia pese a su robustez presenta carencias y limitantes. Entre otros, existe escasa evidencia sobre el vínculo propuesto por Jensen y Murphy (1990) entre la retribución de los administradores y el desempeño corporativo en términos de la evolución del precio de las acciones. Asimismo, la alineación de incentivos como constructo explicativo de la retribución de administradores (Tosi, Werner, Katz y Gómez Mejía, 2000), estaba en el mejor de los casos soportado por una escasa evidencia empírica, sin alcanzar algún resultado claro. Más recientemente, el pobre desempeño de esta teoría durante la crisis financiera ha sido cuestionada, habiéndose reportado varias situaciones donde grandes incentivos han resultado subóptimos (Roberts, 2010), ante la inexistencia de buenas medidas del esfuerzo de los agentes, la necesidad de realizar multitareas o ante situaciones que implican equipos directivos. En este contexto, el contrato que se establece entre el principal y el agente constituye el marco inicial de las relaciones entre ellos y su funcionamiento dependerá de la calidad de las relaciones que se puedan establecer.

Los cuatro capítulos destacan diversos elementos a tener presente a la hora de evaluar la eficiencia de los sistemas retributivos de los administradores (véase cuadro 2). Elementos que parten de la teoría de contratos (véase Mir Fernández et al.); equilibrar incentivos-motivación teniendo presente el nivel de riesgo (modelo tradicional de agencia), identificando variables de desempeño corporativo controlable por los agentes (modelo de Holström de contratos completos), sobre las que asociar su retribución, o incluso respecto a la definición de derechos de decisión (Modelo de Grossman y Hart, 1984 y 1986, contratos incompletos). Por su parte, Crecente et al. cuestionan la eficiencia de los sistemas retributivos en base a la evidencia empírica existente, donde los componentes retributivos fijos y de corto plazo predominan entre los administradores de las empresas cotizadas, observan un inadecuado equilibrio riesgo-motivación, e incluso una baja o nula relación entre la retribución y los beneficios corporativos y/o beneficio por acción, sugiriendo la necesidad de evolucionar hacia sistemas retributivos ligados a la situación económica-social. Esto es, pareciera existir problemas de selección adversa o riesgo moral. Por su parte, Martínez Moran et al., resaltan la necesidad de considerar en el momento de diseñar las retribuciones las circunstancias no pactadas (expectativas, motivaciones o deseos) e incluso intereses (explícitos/revelados o no) por cada parte. Estos elementos podrían integrarse a través de esquemas retributivos donde se da más peso al componente variable, en la medida en que puede incidir sobre la motivación, la

aversión a la pérdida o incluso valorar el desempeño en el medio-largo plazo. Por su parte, García-Henche et al., centran su atención en la creación de valor intangible (valor y fuerza de marca), elemento que podría asociarse a la existencia de asimetrías informativas. En este caso, pareciera observarse que aquellos administradores más sociales (y mejor retribuidos), cuentan entre sus funciones su participación en redes sociales.

Cuadro 2: Aproximaciones desde la teoría y el análisis económico a los Sistemas de Retribución de administradores

Marco de referencia (Cuerpo Teórico)	Elementos determinantes	Respuestas al problema de agencia
Teoría de la Agencia (modelo básico) (Jensen y Meckling)	Motivación, Riesgo e Información	Compensación y control: Se ha de balancear los incentivos-motivación teniendo presente el nivel de riesgo transferido, asociado a resultados. Costes de monitorización.
Teoría de contratos completos (Holström) e incompletos (Hart y Grossman)	Productividad agente y riesgo compartido (agente-principal) (Holström, 1979) Derechos de propiedad (Grossman y Hart, 1986 y 1984; Grossman y Hart, 1982)	Retribución vinculada a desempeño (<i>informativeness principle</i>) y resultados (<i>performnce pay</i>). Adecuada asignación de derechos de decisión y propiedad: equilibrio entre control por el administrador y control por el principal/accionistas, de acuerdo con el resultado corporativo.
Teoría de Información asimétrica (Akerlof, Spence y Stiglitz)	Información (ex-ante y ex-post): Selección Adversa y Riesgo Moral	Selección adversa: Señalización y selección, asociado a resultados. Riesgo moral: Incentivos-compensación (balanceando riesgo-motivación) orientado a resultados y al largo plazo.
Teoría de la Señalización (información asimétrica) (Ross, y Leland y Pyle)	Información Asimétrica (ex-post riesgo moral)	Equilibrar binomio riesgo-motivación: retribuciones vinculadas a resultados (ej. composición estructura de capital, etc.) y con cierto enfoque a largo plazo.
Teoría Conductual de la Agencia (Kahenman y Tversky, Wiseman y Gomez-Mejía; Thaler y Gigerenzer)	Motivación como base del desempeño, posición de riesgo (averso a las pérdidas más que averso al riesgo), y racionalidad limitada de los agentes.	Incentivos/motivación: retribuciones vinculada a resultados empresariales, diferenciado corto y largo plazo (balanceando riesgo-motivación sobre la base de posible pérdida de renta/beneficios del agente). Reconocimiento.

Fuente: Elaboración propia

IV. ANÁLISIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES

La justificación tradicional de intervención pública se apoya en base a la existencia de fallos de mercado. En el caso concreto de la relación agente-principal, podría aproximarse por problemas de externalidades (Edams et al., 2017). Las restricciones administrativas y prácticas legales e institucionales son importantes determinantes de los sistemas de

retribución de directivos. Estos incluyen entre otros, la legislación mercantil, la política fiscal, las normas de contabilidad y de divulgación o transparencia, el uso de consultores con capacidad de decisión sobre las compensación y asesores de representación, entre otros.

La percepción de que las retribuciones de los administradores incluyan una extracción sustancial de la renta, o simplemente la percepción de que los altos niveles de pago son injustos (véase los capítulos de Mir Fernández et al. y Martínez Morán et al.), ha llevado a muchos responsables de política a proponer regulaciones salariales o cambios en las mejores prácticas. Cabría, en este sentido, preguntarse el papel de la regulación: esto es, el marco para evaluar las circunstancias bajo las cuales la regulación es deseable en primer lugar, y en este caso, si resulta eficiente para responder al problema de agencia.

Si los propietarios o accionistas (o sus representantes en la Junta) están facultados, informados y motivados, si las Juntas están actuando en interés de los accionistas, y si la función objetivo de los accionistas está alineada con la función de bienestar social (pudiendo analizarse a través del problema de doble agencia, donde unido a la relación principal-agente, se analiza la relación del “principal y la sociedad”; véase Raelin y Bondy; 2013; Ganga Contreras et al., 2015), no pareciera que tiene sentido la intervención.

Debido a que los propietarios o accionistas soportan tanto el coste directo del pago como las pérdidas de incentivos ineficientes, deben elegir contratos óptimos (Mir Fernández et al.). Por lo tanto, la regulación solo puede ser deseable cuando se produzcan fallos de mercado. En los contextos de relaciones de agencia, la principal causa de fallos del mercado se debe a las externalidades.

Una externalidad potencial de las formas de compensación de las empresas es que las empresas rivales compitan por el talento ejecutivo. En Bénabou y Tirole (2016), la competencia hace que las empresas ofrezcan altos incentivos para atraer directivos capaces, pero los altos incentivos pueden también inducir a los directivos a eludir las tareas no incentivadas. Una segunda externalidad potencial está en las denominadas “otras partes interesadas”. Los accionistas podrían implementar intencionalmente contratos que induzcan a los administradores a mejorar el valor de los accionistas a expensas de otros interesados, por ejemplo, expropiando a los tenedores de bonos a través de la asunción de riesgos o la contaminación del medio ambiente. Por lo general, los costes impuestos a estas “otras partes interesadas” se revierten a la empresa (y, por lo tanto, a los propietarios o accionistas) a través de, por ejemplo, tasas de interés más altas o salarios más altos. El bienestar social depende no solo del excedente total (eficiencia) sino también de su distribución (igualdad) (Edams et al., 2017). Por lo tanto, una tercera externalidad que cabría indicar se refiere a la desigualdad de ingresos. Sin embargo, dado que los ejecutivos de las empresas públicas o privadas son solo una proporción muy pequeña de la población total, es probable que el efecto de su retribución sobre la desigualdad nacional sea pequeño.

Además de las externalidades, los fallos del mercado también surgen si los propietarios o accionistas o las Juntas no pueden implementar el contrato que maximiza el valor para los accionistas, por ejemplo, porque los propietarios o accionistas son ineficaces. Esto hace que el pago excesivo sea un síntoma de un problema de gobierno corporativo más general dentro de la empresa, que puede manifestarse en muchos otros resultados

negativos. Por lo tanto, la respuesta óptima puede ser abordar la causa subyacente de la mala gobernanza, como la propiedad dispersa o las Juntas no independientes. Por lo tanto, en general, es poco probable que el escenario en el que los accionistas estén totalmente comprometidos y perfectamente alineados con el bienestar social, y los consejos directivos estén perfectamente alineados con el valor para los accionistas, se mantenga en todos los casos. Los fallos del mercado existen. Sin embargo, identificar los mismos debería ser una condición necesaria para regular el pago (sistemas de retribución), y resaltar las áreas en las que un enfoque regulatorio probablemente sea efectivo o en su caso, contraproducente.

La más reciente reforma de la LSC (Real Decreto Legislativo 1/2010) por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre de mejora de la gobernanza de las sociedades de capital, ha tratado de recoger algunas de estas externalidades. Entre otros, se proponen cambios sobre su régimen jurídico; dando más protagonismo a la Junta de Accionistas sobre las decisiones empresariales; introdujo controles más estrictos a las remuneraciones de los directivos y reguló la responsabilidad por su gestión. El análisis de este tipo de elementos se aborda en este manual y se desarrolla el análisis jurídico propiamente de los sistemas retributivos en España en tres grandes bloques.

El primer bloque, presenta la fundamentación jurídica de los sistemas retributivos. Se centra el debate sobre la razón, alcance y la forma de retribución de los administradores o consejeros de una sociedad capital. En este bloque se analiza la relación laboral y mercantil de los administradores y consejeros a través de la teoría del vínculo, el análisis se centra sobre los conceptos de compensación e indemnizaciones percibidas cuando se le encomiendan funciones ejecutivas. Asimismo, se reflexiona sobre la laboralización de los consejeros, se destaca en particular aquella inducida judicialmente a tenor de la dispuesto por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. El bloque concluye con una revisión y análisis de la política legislativa sobre la retribución de los consejeros en Europa y los Estados Unidos.

El segundo bloque, analiza el sistema general de retribución aplicable a los consejeros (como tales y con funciones ejecutivas). El punto de partida y eje central de este bloque se refiere al análisis de los elementos estatutarios del sistema de retribución, destaca de manera particular el examen pormenorizado de los conceptos retributivos y las alusiones a los instrumentos jurídicos destinados a la existencia de retribuciones abusivas, tanto aquellos referidos a la transparencia como a las reglas procedimentales. En lo relativo a esto último, de especial interés resultan los capítulos dedicados al seguro de responsabilidad D&O suscrito por la sociedad, al análisis de los elementos de la retribución y distribución en sociedades cerradas, y al análisis de la retribución en las Juntas Generales ante la existencia de inversores institucionales, activismo societario y asesores de voto. El bloque cierra con tres capítulos centrando el análisis sobre la figura de los consejeros con funciones ejecutivas; esto es, analiza los elementos contractuales (el contrato), la retribución y responsabilidad de administradores en las sociedades de capital, incluyendo elementos de retribución ante fracasos.

En el último bloque, se abordan los sistemas especiales de retribución de consejeros en sociedades cotizadas. El foco se pone en las particularidades o diferencias respecto a las sociedades no cotizadas (o del régimen general), esto es, la obligada retribución del cargo de consejero, la aprobación periódica del importe máximo de remuneración, y la obligada

conformación de una comisión de retribuciones. Cabe destacar, habida cuenta que las compensaciones ejecutivas se erigen como el medio para evitar la desviación de los objetivos estratégicos (conflicto de intereses), la reflexión que se hace respecto a la política de remuneración en este tipo de sociedades. Asimismo, se presenta un análisis respecto al buen gobierno en materia de retribuciones, destacando las normas de transparencia, los procedimientos y la supervisión de la Junta General de accionistas. El bloque cierra diferenciando además entre la retribución cualificada (dadas sus ventajas) y la retribución controlada.

V. REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIÓN

La separación de control y propiedad sugiere que los incentivos asociados a los resultados pueden ligar las acciones de los directivos con los objetivos de los propietarios. Esto es, debe entenderse como una medida de control, implementada a través de elementos de compensación, en particular del componente variable. Cabe destacar, además, que la no programabilidad y flexibilidad del trabajo directivo obliga a valorar los rendimientos tanto a corto como a largo plazo. Unido a tareas con consecuencias a corto plazo (ej. presentación de informes o suscripción de acuerdos), la naturaleza misma de la toma de decisiones, pueden impactar en el medio o largo plazo. No discriminar podría conllevar no solo la insatisfacción del no reconocimiento, sino que, además, generar efectos perversos, reduciendo o no considerando acciones que favorezcan la supervivencia y el desarrollo futuro de las organizaciones.

Teniendo en cuenta la posición de riesgo de los directivos (usualmente aversos por no poder diversificar), el componente variable ha de equilibrar el binomio riesgo-motivación, de forma que el incentivo sea el suficiente para generar la motivación y control deseado, sin que resulte excesivo el riesgo transmitido, vía compensación. Asimismo, si bien pareciera apropiado ligar la retribución del directivo a los resultados a largo plazo, pues centra los objetivos y la visión estratégica de éste (igualando el horizonte temporal), dada la posición de riesgo que presenten los directivos será necesario complementarlos con incentivo a corto plazo que resulten menos arriesgados (Steers y Ungson, 1987) o al menos equilibren, compensen, ese binomio motivación-riesgo de los directivos tan presente.

La compensación ejecutiva como respuesta a los problemas agencia supone tener presente la cuantía y estructura de la retribución. Si bien parece existir cierto consenso en lo relativo a complementar la parte fija de la retribución ejecutiva con un componente variable vinculado al desempeño alcanzado (medible y controlable por los administradores), la distribución que se realiza entre ambos componentes abre el debate respecto a qué beneficia más a los propietarios o accionistas. Este debate ha sido largamente investigado y foco de atención en diversos medios de prensa. Si se paga poco salario fijo y más variable, los ejecutivos no se acomodan y obtendrán sueldos bajos cuando no alcancen buenos resultados. La conraindicación es que pueden asumir más riesgos para ganar más. Por el contrario, ejecutivos con mayor peso en su remuneración fija puede verse tentados a no tomar decisiones, ya que tienen poco que ganar y mucho que perder. Todo esto sugiere la necesidad de encontrar un equilibrio capaz de encontrar ese punto de inflexión donde los administradores que no están dando buen resultado lo noten en su sueldo.

Por otro lado, unido a la distribución entre parte fija y variable de la compensación, la literatura (Aguilar Pastor, 2000; Edmans y Gabaix, 2016; Edmans, Gabaix y Jenter, 2017) ha llegado a destacar que la forma de retribuir la parte variable, o incluso su temporalidad, puede conllevar incentivos contrarios a los perseguidos por los accionistas o propietarios. En el caso español (véase los siguientes capítulos de Mir Fernández y otros, y Crecente et al.), en general, los sueldos y la remuneración fija, supone la parte más importante de las retribuciones de los administradores, seguidas por los bonus, dependientes en su mayoría de la evolución del beneficio o de las acciones de la compañía a corto plazo, y, en tercer lugar, otras formas de retribución, asociados a los sistemas de ahorro. Por último, cabría citar los títulos restringidos o las opciones, que implícitamente llevan asociados objetivos a medio y largo plazo, en la medida en que se espera que los ejecutivos busquen la rentabilidad de las acciones en el tiempo. Este tipo de estructura retributivas (Gómez, 2019), propician unos incentivos sobre los ejecutivos dirigidos a aumentar el tamaño de la empresa que dirigen, pero no necesariamente en favor de la rentabilidad del accionista, esto es, priorizarán ganar dimensión por operaciones corporativas en mayor medida que tratar de ser más rentables.

Por lo tanto, alcanzar contratos eficientes (explícitos o implícitos) supone diseñar adecuadamente el paquete retributivo de los administradores. Este tipo de prácticas se realiza en el marco del Gobierno Corporativo. Los Consejos de Administración y los accionistas o propietarios suelen estar informados sobre las necesidades de la empresa, sobre el desempeño de sus administradores y el mercado en el que están contratando, y deben tener fuertes incentivos para diseñar contratos eficientes. No obstante, en ocasiones los Consejos de Administración son capturados por el administrador, o los propietarios están dispersos, entonces fortalecer la gobernanza mediante el desarrollo de normas internas dirigidas a garantizar la independencia del Consejo de Administración u otorgar poder a los accionistas puede ser una solución.

Cuando por circunstancias sobrevenidas (ej. existencia de propiedad dispersa o Juntas no independientes), los propietarios o accionistas o las Juntas no pueden implementar un contrato eficiente puede justificarse la intervención pública, bien sea legislando (ej. Ley 31/2014, de 3 de diciembre de reforma de la LSC) o estableciendo recomendaciones de políticas o buenas prácticas (ej. código Olivencia, *cumplir o explicar*, etc.), que pueden ser recomendaciones suaves o principios estrictos que han de cumplir o explicar. Para ambas formas de intervención, las empresas tienen la opción de desviarse si hacerlo sería óptimo para sus circunstancias particulares.

Entre las recomendaciones de política o buenas prácticas más comunes aplicables a los sistemas retributivos, se pueden citar aquellas relativas a: (1) mejorar la transparencia mediante la obligación a una mayor divulgación de la información corporativa, (2) dar a los accionistas o propietarios la decisión sobre la retribución de los administradores, a través de un voto vinculante o consultivo en las denominadas reglas de Say-on-pay, (3) limitar ciertas formas de retribución a los administradores (ej. bonificaciones o pagos basados en acciones) por conllevar posibles comportamientos oportunistas e ineficientes, los *Golden Hellos* y *Golden Handshakes*, o incluso (4) medidas encaminadas a responder ante la preocupación de que los contratos actuales sobre remuneraciones inducen a los administradores a centrarse en el precio de las acciones a corto plazo a expensas del valor a largo plazo, donde se destacan medidas tales como el alargamiento de los períodos de adquisición, las *clawbacks* y los *malus*.

La revisión del estado actual de la literatura y la evidencia obtenida sobre la relación principal-agente revelan al menos tres implicaciones importantes para comprender el papel de los sistemas retributivos de los administradores como respuesta a los problemas de agencia: Primero, existe un grupo de elementos que pueden considerarse centrales en la relación de agencia (motivación, niveles de riesgo e información). Segundo, el diseño de los sistemas de retribución por sí mismos, no son simplemente una herramienta para responder al problema de agencia, sino que podría entenderse como un resultado de las prácticas existentes donde el diseño en términos de la cuantía y la estructura juegan un importante papel; Tercero, los actores que participan en el diseño de los sistemas retributivos (administradores, consejeros, propietarios y accionistas, entre otros) tienen una considerable discreción para influir en los mismos, tanto en lo relativo a sus retribuciones como en su diseño. Quedan abiertas, por lo tanto, múltiples interrogantes que cabría contrastar, siendo el campo del AED una vía no solo razonable, sino que necesaria para responderlas.

VI. –BIBLIOGRAFÍA

- ACKERMAN B.A. (1986). “Law, Economics, and the Problem of Legal Culture”, *Duke Law Journal*, pp. 929-947
- ADAMS, J. S. (1965). *Inequity in social exchange*. In L. Berkowitz (Ed.), *Advances in experimental social psychology*: Academic Press, New York.
- AGUILAR PASTOR, E.M. (2000) “El diseño de la retribución de los directivos y su efecto sobre los resultados empresariales”, *Revista de Economía Industrial*, No. 333, págs. 131-148
- AINSLIE, G. (1991). “Derivation of 'Rational' Economic Behavior from Hyperbolic Curves”. *American Economic Review*, 81(2): 334-340.
- AINSLIE, G., y HASLAM, N. (1992). *Hyperbolic discounting*. In G. Loewenstein and N. Haslam (Eds.), *Choices over time*. New York: Russell Sage Foundation.
- ALCHIAN, A., y DEMSETZ, H. (1972). “Production, information costs and economic organization”. *American Economic Review*, 62: 777-795.
- ALFARO, J. (1995) *Interés social y Derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid.
- ARMOUR, J., HANSMANN, H. y R. KRAAKMAN (2009a), *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*. Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009; Yale Law, Economics and Public Policy Research Paper No. 388; Harvard Law and Economics Research Paper Series No. 644; European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper No. 135/2009.
- ARMOUR, J., HANSMANN, H. y R. KRAAKMAN (2009b). *The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law?* Harvard Law School Discussion Paper No. 643.
- ARRUÑADA, B. (1988). “Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España”. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, No. 3, pp. 191-224.
- BALSAM, S. (2002). *An Introduction to Executive Compensation*. San Diego: Academic Press.
- BÉNABOU, R. y TIROLE, J. (2016). “Bonus culture: Competitive pay, screening, and multitasking”. *Journal of Political Economy*. 124 (2), 305-370.
- CALABRESI, G. (1961). “Some thoughts on risk distribution and the law of torts”. *Yale Law Journal*, 70 (4), pp. 499-553.
- CALABRESI, G. (1970). *The cost of accidents. A legal and Economic Analysis*. New Haven and London: Yale University Press.
- CALABRESI, G. (1984). *El coste de los accidentes. Análisis Económico y Jurídico de la Responsabilidad Civil*. Barcelona: Ariel.
- CASTAÑO MARTÍNEZ, M.S. (2017) “Análisis de la teoría de los contratos completos e incompletos”, *Boletín Económico de ICE*, No. 3083, pp. 63-76

- CERTO, S. T. (2003). “Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures”. *Academy of Management Review*, 28: 432-446.
- CERTO, S.T., DAILY, C.M., y DALTON, D.R. (2001). “Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26 (2): pp. 33-50.
- CHILD, J. y RODRIGUES, S.B. (2003). “Corporate governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency”. *Journal of Management and Governance*, 7(4), 337-360.
- COASE, R.H. (1937). “The Nature of the Firm”. *Economica*, nº 4, pp. 386-405.
- COASE, R. H. (1960). “The Problem of Social Cost”. *Journal Law & Economic*, 1, 3-44.
- COASE, R. H. (1981). “El problema del coste social”. *Hacienda Pública Española*, 68, 245-274.
- CONNELLY, B., CERTO, T., IRELAND, R. y REUTZEL, C. (2011). “Signaling Theory: A Review and Assessment”. *Journal of Management*, No.37. pp. 39-67.
- COOTER, R. y T. ULEN (Eds) (2012) *Law and Economics*, Sixth Edition, Pearson Education, Inc.
- COUGHLAN, A.T. y SCHMIDT, R.M. (1985). “Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation”. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, issue 1-3, pp. 43-66
- DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D. Y DONALDSON, L. (1997). “Toward a Stewardship Theory of Management”. *The Academy of Management Review*, 22(1): 20-47.
- DEMSETZ, H. (1990): *Ownership, Control and The Firm*, Basil Blackwell.
- DEMSETZ, H. (1997) “The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution”, *American Economic Review*, 1997, Vol. 87, issue 2, pp. 426-29
- DONALDSON, L. (1995). *American Anti-management Theories of Organization: A Critique of Paradigm Proliferation*. Cambridge: Cambridge University Press.
- DONALDSON, L. y DAVIS, J.H. (1991). “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”. *Australian Journal of Management*, 16(1): 49-64.
- EDAMS, A., GABAIX, X. y JENTER, D. (2017) *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*, NBER Working Paper No. 23596, July 2017
- EDMANS, A. y GABAIX, X. (2016). “Executive compensation: A modern primer”. *Journal of Economic Literature*, Vol. 54, n. ° 4, pp. 1.232–1.287.
- EDMANS, A., GABAIX, X. y LANDIER, A. (2009). “A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium”. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No.12, pp.4.881–4.917.

- EISENHARDT, K. M. (1989). "Agency theory: an assessment and review". *Academy of Management Review*, 14: 57-74.
- FAMA, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, nº 88, pp. 288-307.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, nº 26, pp. 301-325.
- FILATOTCHEV, I., y BISHOP, K. (2002). "Board composition, share ownership, and "underpricing" of U.K. IPO firms". *Strategic Management Journal*, 23: 941-955.
- FISS, P.C. y ZAJAC, E.J. (2006). "The symbolic management of strategic change: Sense giving via framing and decoupling". *Academy of Management Journal*, 49 (6), pp. 1173-1193.
- FOSS, N. (2010). Bounded rationality and organizational economics. In P. Klein and M. Sykuta (Eds.), *The Elgar companion to transaction cost economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Frey, B.S. (1997a). *Not just for the money: an economic theory of personal motivation*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Frey, B. S. (1997b). "On the relationship between intrinsic and extrinsic work motivation". *International Journal of Industrial Organization*, 15 (4): pp. 427-439.
- GANGA CONTRERAS, F., QUIROZ CASTILLO, J. y MALUK URIGUEN, S.A. (2015) "¿Qué hay de nuevo en la teoría de agencia (TA)?", *Revista de Ciencias Sociales Prisma Social*, No. 15, pp. 686-707.
- GARCIMARTÍN, F.J. (2002). *Derecho de sociedades y conflictos de leyes: una aproximación contractual*, EDERSA, Madrid.
- GIGERENZER, G., y GOLDSTEIN, D. G. (1996). "Reasoning the fast and frugal way: Models of bounded rationality". *Psychological Review*, 103, 650-669.
- GÓMEZ, J.P. (2019). *Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017*, en Boletín de la CNMV, Trimestre I, 2019, pp. 123-160
- GOMEZ-MEJIA, L., y WISEMAN, R. (1997). "Reframing executive compensation: an assessment and outlook". *Journal of Management*, 23: pp. 291-374.
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. In: *The Economics of Information and Uncertainty* (ed. J. McCall).
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1986). "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration". *Journal of Political Economy*, No. 94, pp. 691-719.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1984) *Vertical Integration and the Distribution of Property Rights*. Mimeographed. Chicago: Univ. Chicago, Dept. Econ., 1984.
- HANSMANN, H. y R. KRAAKMAN (2000). *The End of History for Corporate Law* (January 2000). Yale Law School Working Paper No. 235; NYU Working Paper No. 013;

Harvard Law School Discussion Paper No. 280; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-09.

HART, O. (1979). “Monopolistic Competition in a Large Economy with Differentiated Commodities”. *Review of Economic Studies*, nº 46, pp. 1-30.

HART, O. (2003). “Incomplete Contracts and Public Ownership: Remarks, and an Application to Public-Private Partnerships”. *Economic Journal*, nº 113,

HART, O. y MOORE, J. (1990). “Property Rights and the Nature of the Firm”. *Journal of Political Economy*, nº 98, pp. 1119-1158.

HOLMSTRÖM, B. (1979). “Moral Hazard and Observability”. *Bell Journal of Economics*, nº 10, pp. 74-91.

HOLMSTROM, B. y TIROLE, J. (1989), *The theory of the firm*, Chapter 02, p. 61-133 in Schmalensee, R. and Willig, R. eds., *Handbook of Industrial Organization*, vol. 1, Elsevier

JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976). “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

JENSEN, M., y MURPHY, K. (1990). “Performance pay and top-management incentives”. *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.

JENSEN, M.C. (2000). *A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press.

KAHNEMAN, D. (2003). “Maps of bounded rationality: Psychology for behavioural economics”. *The American Economic Review*, 93, 1449-1475.

KAHNEMAN, D. (2003). “A perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality”. *American Psychologist*, 58 (9), pp. 697-720.

KAHNEMAN, D., y TVERSKY, A. (1979). “Prospect theory: An analysis of decision under risk”. *Econometrica*, 47, 263-291.

LELAND, H., y PYLE, D. (1977). “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”. *Journal of Finance*, 671-694.

LELAND, H., y PYLE, D. (1977). “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”. *Journal of Finance*, 671-694.

Ley 2/2011 de 4 de marzo para empresas cotizadas

Ley 31/2014, de 3 de diciembre de reforma de la LSC

LUND, A. (2012) “Compensation as Signaling”. *Florida Law Review*, Vol. 64, 2012.

MARCOS, F. (2015) “Contribuciones del Análisis Económico del Derecho de Sociedades en España”, *Revista de Economía Industrial*, No. 398, pp. 31-40

MCILWAIN, A. (2009). *The Social Advisor: social media secrets of the financial industry*. Nueva York. CreateSpace Independent Publishing Platform.

- PEPPER, A. y GORE, J. (2012) “Behavioural agency theory: new foundations for theorizing about executive compensation”. *Journal of management* (In Press) ISSN 1557-1211
- POSNER, R. A. (1972). *Economic analysis of Law*. Boston: Little, Brown and Company.
- POSNER, R. A. (1983). *The Economics of Justice*. Cambridge: Harvard University Press. Cambridge.
- POSNER, R. A. (2007). *Economic Analysis of Law* (7th Ed.).
- POSNER, R.A. (1987) *The Decline of Law as an Autonomous Discipline, 1962–1987*, 100 HARV. L. REV. 761.
- RAELIN, J. D. y BONDY, K. (2013). “Putting the Good Back in Good Corporate Governance: The Presence and Problems of Double-Layered Agency Theory”. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 420-435.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, Ley de Sociedades Capitaless (LSC)
- ROBERTS, J. (2010). “Designing incentives in organizations”. *Journal of Institutional Economics*, No.6, pp.125-132.
- ROSS, S. (1973). “The economic theory of agency: The principal’s problem”. *American Economic Review*, 63: 134-139.
- ROSS, S. A. (1977). “The determination of financial structure: The incentive signalling structure”. *Bell Journal of Economics*, 8: 23-40.
- ROYAL SWEDISH ACADEMY. *Nobel Laureates in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*. Available in: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/> [Last seen: February 25th, 2020]
- SENISE BARRIO, M.E. y RECHE, F.M. (2005) “Estrategia de compensación al Director de Recursos Humanos: Un enfoque de agencia”, *ESIC Market*, No. 121, pp. 325-344
- SHAH, S.N. (2014) *The Principal–Agent Problem in Finance*, The CFA Institute Research Foundation
- SHAVELL, S. (1979). “Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship”. *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, nº1 pp. 55-73.
- SIMON, H. (1957 |1982). “The compensation of executives”; first published in *Sociometry* (1957) Vol. 20. Models of bounded rationality, volume 2: *Behavioural Economics and Business Organisation* (1982), 47-48. Cambridge, MA: The MIT Press.
- SIMON, H. A. (1982). *Models of bounded rationality*. Cambridge, MA: MIT Press.
- SPENCE, M. (2002). “Signalling in retrospect and the informational structure of markets”. *American Economic Review*, 92: 434-459.
- SPENCE, M., y ZECKHAUSER, R. (1971). “Insurance, information and individual action”. *American Economic Review*, 61: 380-387.

- STEERS, R.M. y UNGSON, G.R. (1987): *Strategic Issues in Executive Compensation Decisions*, en Balkin y Gómez-Mejía, *New Perspectives on Compensation*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- STIGLITZ, J. E. (2000). “The contributions of the economics of information to twentieth century economics”. *Quarterly Journal of Economics*, 115: pp. 1441-1478.
- THALER, R.H. (1985) “Mental Accounting and Consumer Choice”. *Marketing Science*, 4 (3), 199-214.
- TOSI, H., WERNER, S., KATZ, J., y GOMEZ-MEJIA, L. (2000). “How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies”. *Journal of Management*, 26: 301-339.
- TOSI, H., Y GOMEZ-MEJIA, L. (1989). “The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective”. *Administrative Science Quarterly*, 34: 169-189.
- TVERSKY, A., y KAHNEMAN, D (1992). “Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty”. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5: 297-323.
- TVERSKY, A., y KAHNEMAN, D. (1974). “Judgment under uncertainty: Heuristics and biases”. *Science (New Series)*, 185, 1124-1131.
- TVERSKY, A., y KAHNEMAN, D. (1981). “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice”. *Science*, 211 (4481), 453-458.
- WILLIAMSON, O.E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization* (1975). University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- WISEMAN, R., y GOMEZ-MEJIA, L. (1998). “A behavioural agency model of managerial risk taking”. *Academy of Management Review*, 23: 133-153.