

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:

Mir Fernández, C., Crecente Romero, F., García Henche, B. & Crespo Espert, J.L. 2020, "Estudio de la retribución de los consejeros desde la teoría de los contratos". En: *Retribución de consejeros*, (Santiago Hierro Anibarro, dir.) Madrid: Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales. 978-84-9123-779-2. Pp. 47-74

© 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.

REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES: ESTUDIO DESDE LA TEORÍA DE CONTRATOS

CARLOS MIR FERNÁNDEZ

Profesor contratado doctor de Economía Financiera y Contabilidad
Departamento de Economía y Dirección de Empresas.
Universidad de Alcalá

FERNANDO CRECENTE ROMERO

Profesor contratado doctor de Organización de Empresas
Investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES)
Departamento de Economía y Dirección de Empresas.
Universidad de Alcalá

BLANCA GARCÍA HENCHE

Profesor contratado doctor de Comercialización e Investigación de Mercados
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. – II.- UNA VISIÓN DESDE LA GOBERNANZA; III. – LOS SISTEMAS DE REMUNERACIÓN: UNA EXPLICACIÓN. – IV TEORÍA DE LOS CONTRATOS E INCENTIVOS. - V.- CONTRATO COMPLETO: RELACIÓN ENTRE PRINCIPAL Y AGENTE. VI: CONTRATO INCOMPLETO Y LOS PROCESOS DE RENEGOCIACIÓN VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES. – VIII. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

La relación existente entre administradores y propietarios o accionistas es una situación de relaciones humanas, donde el cardinal obstáculo surge del hecho de que las partes de tales relaciones tienen, de manera habitual, intereses diferentes, cuando no encontrados. En ocasiones, los agentes o administradores pueden operar en su beneficio, perjudicando los intereses del principal o propietarios, en contra de la propia actividad empresarial gestionada, algo que resulta paradójico en base a los objetivos de su relación.

En la sociedad este conflicto de intereses se intenta enmendar a través de acuerdos, de un adecuado diseño de contratos que establezcan un sistema de estímulos para las partes con relación a las posibles ganancias derivadas de la colaboración. En la medida que los incentivos son la base de la actividad económica, la creación de un adecuado sistema de remuneraciones de los administradores busca eliminar, o al menos reducir, la línea de conflicto existente y, sobre todo, buscar el beneficio para ambas partes. La dificultad surge de la posibilidad, o la capacidad, de documentar de manera adecuada en

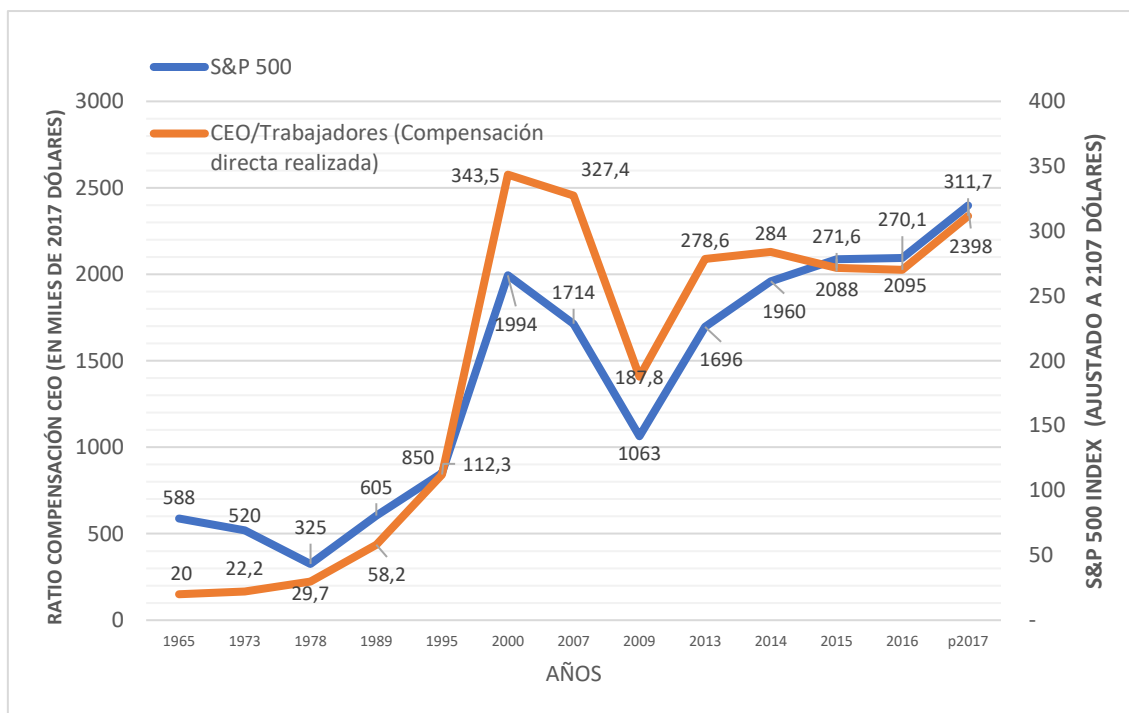
la relación contractual todas y cada una de las expectativas, de las piezas de la relación y, sobre todo, medir adecuadamente el rendimiento sobre el que se calcula la remuneración de los administradores. De tal forma, que vaya en beneficio de todos, tanto de la empresa y de los accionistas como de los propios administradores.

A este respecto, la evolución en el tiempo de los rendimientos obtenidos por los directores ejecutivos con relación al resto de los trabajadores resulta algo especialmente llamativo, y lleva a cuestionar la realidad de los sistemas de incentivos actuales, sobre todo si se toma como referencia la evolución económica y corporativa a lo largo del tiempo. Según datos del *Economic Policy Institute* (2018), incluyendo las opciones de compra de acciones restringidas y los pagos de incentivos a largo plazo – lo que se puede denominar *compensación directa realizada* –, en el año 2017 el CEO promedio de las 350 firmas más grandes en los Estados Unidos por facturación recibió unos ingresos totales iguales a 18,9 millones de dólares, un aumento del 17,6% en comparación con el ejercicio 2016 (**Ilustración 1**). Por otra parte, la compensación típica de los trabajadores en el mismo periodo de tiempo apenas aumentó un 0,3%. Con estos datos, la relación de remuneración entre CEO y trabajadores en 2017 fue de 312 veces superior a la de estos, mucho mayor que las 20 veces del año 1965 y cinco veces más que la relación 58 a 1 de 1989. La brecha entre la remuneración de los CEO y otros asalariados con salarios elevados también resulta considerable, dado que los directores ejecutivos de las grandes empresas ganan 5,5 veces más que el ingreso promedio del 0,1% de los trabajadores mejor pagados.

En el caso del mercado español la situación es similar (CNMV, 2018). La remuneración media devengada por los consejeros de administración de las entidades cotizadas fue de 3,7 millones de euros, un 15,9% superior a los datos del ejercicio 2016. En concreto, desde el año 2013 se ha observado una tendencia alcista de la remuneración de los consejeros con un aumento de la retribución media en el periodo 2013 – 2017 del 29%, de manera fundamental debido al incremento de remuneración de los consejeros que desempeñan funciones de dirección, con un aumento del 43%. Todo ello es consecuencia de los componentes de retribución variable sobre los que se construye sus sistemas remunerativos.

No obstante, aquí sí se aprecia una evolución en consonancia con la mejora de los resultados de las entidades cotizadas, que elevan su beneficio de explotación en más de un 58% en el periodo considerado. Dicho dato puede quedar sesgado por la mala situación de partida del mercado empresarial español y el periodo económico complejo atravesado, lo que puede plantear la duda de la posible evolución de tales cifras en una situación más adversa. Sin embargo, resulta evidente que su evolución ha sido mucho más positiva que los datos de un trabajador medio en el mismo periodo de tiempo. En este esquema, en el caso de los consejeros independientes, y como dato adicional, en promedio, la retribución mínima en 2017 se eleva a 127.468 euros, siendo la remuneración máxima de 233.756 euros, un 7% más que el ejercicio anterior (PwC, 2018).

Ilustración 1. Ratio CEO Compensación directa realizada/trabajadores y S&P Index (2017), 1965 – 2017



Fuente: Economic Policy Institute, 2018

Nota: Compensación anual CEO, se elabora empleando las “opciones realizadas” que incluye: salarios, bonus, opciones concedidas restringidas, opciones realizadas y sistemas de remuneración a largo plazo de las 350 entidades más grandes por volumen de facturación. Los datos proyectados de 2017 se han extrapolado de los datos de cierre de 2016 a la totalidad de los datos periodificados de 2017.

En este sentido, resulta interesante analizar, la composición, evolución y estructura de los sistemas de remuneración, en la medida que contemplan numerosos componentes, lo que dificulta, a priori, conocer los verdaderos rendimientos a obtener por parte de los administradores en el establecimiento de su relación. Con ello se podrían crear ámbitos sobre los cuales pueden incidir para mejorar esta. Tal y como se puede apreciar en la **Ilustración 2**, el sueldo y la remuneración fija sólo representa 46,6% de la remuneración de los consejeros ejecutivos en el año 2017 y, para el mismo periodo, el 50,5% en el caso de los Consejeros Delegados.

Queda, en este sentido, un elevado conjunto de componentes adicionales a discreción de la relación principal – agente. En este ámbito nos encontramos con las dietas, pertenencia comisiones y otros conceptos (“Otros”), “bonus” sobre los que se construye la remuneración variable a corto y largo plazo, – que representa el 30,8% en el caso de los consejeros ejecutivos y con una tendencia alcista el tiempo –, o la participación en el capital de la sociedad en forma de acciones o de opciones otorgadas con ejercicio limitado o no. Su valor final de ejercicio o venta podrá determinar incrementos patrimoniales desconocidos, dependientes de la evolución de los mercados financieros.

Ilustración 2. Desglose de la remuneración media en porcentaje por año

%

| Panel A. Consejeros ejecutivos | | | | | | | |
|--------------------------------|--------|-----------|--------------|-------|-------|----------|----------|
| Año | Sueldo | Rem. fija | Sist. ahorro | Otros | Bonus | Acciones | Opciones |
| 2013 | 39,3 | 9,2 | 9,5 | 12,2 | 24,7 | 3,9 | 1,3 |
| 2014 | 37,1 | 7,9 | 10,5 | 11,7 | 28,4 | 2,9 | 1,5 |
| 2015 | 39,4 | 7,4 | 13,2 | 8,0 | 28,3 | 3,7 | 0,0 |
| 2016 | 38,8 | 9,1 | 11,8 | 5,8 | 29,9 | 4,4 | 0,2 |
| 2017 | 40,4 | 6,2 | 12,0 | 4,0 | 30,8 | 6,2 | 0,5 |

| Panel B. Consejeros delegados | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|------|--------------|-------|-------|----------|----------|
| Año | Sueldo | Fija | Sist. ahorro | Otros | Bonus | Acciones | Opciones |
| 2013 | 36,8 | 10,2 | 10,8 | 15,1 | 21,9 | 3,0 | 2,1 |
| 2014 | 36,2 | 8,5 | 10,0 | 15,7 | 24,9 | 2,3 | 2,5 |
| 2015 | 38,3 | 10,5 | 15,3 | 9,5 | 22,5 | 4,0 | 0,0 |
| 2016 | 38,7 | 11,3 | 12,9 | 7,7 | 25,6 | 3,6 | 0,3 |
| 2017 | 42,2 | 8,3 | 9,9 | 4,0 | 29,4 | 5,5 | 0,7 |

Fuente: Gómez, J.P. 2019

Nota: La ilustración nos muestra la diferente composición de porcentajes por año de la remuneración medida recibida por parte de Consejeros Ejecutivos y Consejeros Delegados en el mercado cotizado español. El epígrafe “Otros” incorpora: dietas, pertenencia a comisiones y otros conceptos. “Bonus” se construye sobre la base de la remuneración variable a corto y a largo plazo. “Acciones” incorpora el valor de las acciones otorgadas. “Opciones”, contempla las opciones otorgadas durante el periodo valoradas a valor razonable empleando la fórmula Black-Scholes-Merton con dividendos.

A este respecto, y siendo conscientes de la diversidad de componentes sobre los que se construye el sistema de incentivos de los administradores, es importante analizar los criterios empleados en el mercado español para poder fijar los diferentes componentes de la retribución de los administradores. En concreto, estos quedan determinados por el nivel de responsabilidad asumido y el tiempo de dedicación, con una referencia clara a los resultados de la sociedad, el nivel de cualificación y experiencia, los conocimientos y sus méritos profesionales (PwC, 2018). Los criterios menos relevantes, y en afirmaciones reveladas por las entidades cotizadas en sus informes sobre remuneraciones de los administradores, son el nivel de solvencia, la capitalización o la sostenibilidad en el tiempo de la entidad. Este dato puede resultar indicativo de una cierta visión cortoplacista del rendimiento de los administradores y de los indicadores de éxito de referencia, lo que pudiera ir en contra de la gestión continuada de la actividad empresarial en el tiempo.

No obstante, y desde la práctica, la variable explicativa de la diferencia de salarios entre los diferentes consejeros del Ibex 35 es el tamaño. Por cada 100 p.b. que aumenta la capitalización bursátil de la empresa frente a la de sus competidores, la retribución de su consejero delegado se eleva en 33 p.b., mientras que el bonus crece en 56 p.b. (Gómez,

J.P. 2019). Ello introduce cierta relatividad en el comportamiento de la empresa a la hora de fijar la remuneración de los administradores, y no tanto el ejercicio eficaz de su actuación en la gestión de la sociedad o el alcance de un valor absoluto de medición del éxito.

Sin embargo, debe valorarse que los sistemas de remuneración no quedan sólo sesgados por el papel de los administradores. El principal también presenta condiciones y características que pueden condicionar los sistemas de incentivos. Debe apreciarse que detrás de estos criterios, está un deseo de los accionistas de la obtención de resultados en el corto plazo, que pudieran quedar limitados por el interés de los reguladores de dar más poder a los inversores que permanezcan más de dos años en el capital, reduciendo las presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas. Clifford (2017), a modo de ejemplo, valora la posibilidad de que tal remuneración de los administradores sea consecuencia de la posición de la entidad, del hecho de que todas las empresas prefieren creer que su CEO está por encima del promedio y, por tanto, debe ser remunerado de manera correspondiente, aportando un elemento anecdótico al motivo de cifras elevadas. En este sentido, el CEO podría reducir su remuneración y la actividad económica no sufriría ninguna pérdida significativa, al no derivar de ninguna variable o comportamiento concreto.

Estos datos resultan en que el salario del CEO es alto y ha crecido de manera mucho más rápida a lo largo de las últimas décadas que el salario típico de los trabajadores (véase por ejemplo los datos referentes al promedio del consejo Tabla 1), por encima de las ganancias empresariales, por encima de los asalariados más cualificados y con relación directa a los mercados financieros. Ello deriva en poder afirmar que este mayor pago no refleja una mayor producción o mejor desempeño para la empresa, sino más bien que los frutos del crecimiento económico no van a parar a los trabajadores comunes, consecuencia del poder de los principales ejecutivos para establecer los sistemas de remuneración y sus pagos percibidos, y todo ello como reflejo del conflicto existente entre propietarios y agentes.

Tabla 1. Remuneraciones devengadas por los consejeros

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|--------------|--------------|--------------|
| <i>Importe de la remuneración (miles €)</i> | | | |
| Promedio del consejo | 3.485 | 3.223 | 3.736 |
| <i>Ibex 35</i> | 8.336 | 7.916 | 8.977 |
| <i>No Ibex 35</i> | 1.883 | 1.643 | 1.989 |
| Promedio por consejero | 344 | 348 | 369 |
| <i>Ibex 35</i> | 636 | 644 | 680 |
| <i>No Ibex 35</i> | 182 | 189 | 220 |
| Consejeros ejecutivos | 1.394 | 1.427 | 1.567 |
| <i>Ibex 35</i> | 2.681 | 2.774 | 3.109 |
| <i>No Ibex 35</i> | 669 | 724 | 868 |
| Consejeros externos | 117 | 119 | 126 |
| <i>Ibex 35</i> | 198 | 202 | 210 |
| <i>No Ibex 35</i> | 75 | 74 | 85 |

Fuente: CNMV 2018

Nota: Evolución, en cifras agregadas, de las retribuciones devengadas por los consejeros de las sociedades cotizadas en el mercado español para los ejercicios 2015 – 2017, en base a la información obtenida en los Informes Anuales de Remuneración de los Consejeros de las sociedades cotizadas.

En definitiva, se puede afirmar que la remuneración de los administradores es uno de los núcleos fundamentales de la relación entre principal y agente dentro del área de conflicto existente entre ambos, algo que ha sido objeto de estudio de manera

pormenorizada desde el ámbito de la teoría económica. En este trabajo se realiza una breve revisión de la literatura económica sobre los sistemas de remuneración de los administradores en sentido amplio, se da una explicación desde el ámbito académico de los elementos que incentivan los sistemas de compensación. A continuación, se centra la atención, de manera especial, en las aportaciones de Hart y Hölmstrom en el terreno de la teoría de los contratos, no sin antes realizar un breve análisis del tratamiento de la remuneración de los administradores desde el ámbito de las medidas de gobierno corporativo. Se intenta aunar el conocimiento académico y económico con el conjunto de medidas adoptadas desde el ámbito legislativo y de supervisión.

II. UNA VISIÓN DESDE LA GOBERNANZA

Resulta interesante comprobar la preocupación que tienen, a lo largo del tiempo, tanto el mercado como los regulares respecto a la retribución percibida por los administradores y por el establecimiento de sistemas de remuneración adecuados a la actividad empresarial, en la cual se debe remunerar en función del rendimiento real obtenido por la gestión. En este sentido, Bebchuk y Fried (2005) consideran que el problema de los sistemas de compensación de los administradores tiene su base en defectos de carácter estructural en la organización de la gobernanza empresarial, que permiten a los ejecutivos ejercer una considerable influencia en su principal.

En esta línea determinadas investigaciones (Bertrand, M & Mullainathan, S. 2001) encuentran que los administradores sin accionistas externos superiores al 5% tienden a recibir una remuneración superior a la asociada a su propio desempeño. Esto es, pagos asociados con incrementos de beneficios que son generados fundamentalmente por factores externos, más que por sus propios esfuerzos. El mismo estudio evidencia que las entidades en las que carecen de accionistas externos importantes, los administradores realizan menores reducciones en sus compensaciones de efectivo cuando incrementan su sistema de *stock options* como compensación. Haratzell, J.C. & Starks, L. T. (2003) evidencian la vinculación de la remuneración de los administradores a la concentración de inversores institucionales, que tienen más probabilidades de controlar al CEO y al consejo.

En alguna medida, la ausencia de un auténtico mercado competitivo está en la base de los problemas existentes en los sistemas de remuneración de los administradores. Desde esta perspectiva, resulta difícil afirmar que ambas partes son independientes y que actúan en el mercado en igualdad de condiciones. Es decir, en una situación en la que los administradores no pueden ejercer influencia sobre su principal.

El estudio de los sistemas de remuneración abre una ventana a través de la cual se puede examinar la fiabilidad de los administradores como guardianes de los intereses de los accionistas. La teoría sugiere (Bebchuk y Fried, 2005) que el importe pagado y su sensibilidad a la evolución de la entidad debería ser más transparente, lo que permitiría un mejor sistema de control para establecer los sistemas de compensación. Asimismo, con este tipo de medidas se eliminaría toda intención a elegir acuerdos de compensación que sean menos eficientes, pero más efectivos con el fin de camuflar el importe percibido o la insensibilidad a la propia *performance* de los administradores. A este respecto, debe considerarse que el deseo de minimizar el coste de indignación de los accionistas puede llevar a los diseñadores de los acuerdos de remuneración a tener un fuerte incentivo a legitimar, justificar, eclipsar o a esconder, el importe y la inflexibilidad al desempeño en la ejecución de los sistemas de compensación. Entre los acuerdos que pueden intentar disfrazar y minimizar lo anterior están los planes de pensiones, acuerdos de pagos

diferidos, y los beneficios post empleo. Estos acuerdos hacen menos visibles las remuneraciones a los ojos de inversores, reguladores y público en general.

En concreto, determinados estudios indican que cuando el sistema de remuneración por pensiones está incluido en la determinación del pago de los administradores, la compensación está menos vinculada a la evolución de los negocios, evidenciando una distorsión de la fotografía con respecto al sistema de remuneración. Es posible que la presentación en los estados financieros en diferentes apartados de la información referente a la remuneración de los administradores conlleve a una menor transparencia (Bebchuk and Jackson, 2004 o Benchuck, L & Jackson, Jr., J 2005).

En este sentido, el diseño de los sistemas de remuneración se trata de un tema recurrente en el conjunto de medidas de gobierno corporativo adoptados por los supervisores de las entidades cotizadas, así como por el poder legislativo. En el ámbito normativo las modificaciones experimentadas por el marco mercantil, presidido por la Ley de Sociedades de Capital, intenta articular una serie de parámetros que deben servir para modular la retribución de los administradores, sobre la base de la proporcionalidad con la situación económica real de la sociedad, la correlación con el mercado, la vigencia, con su aplicación, del principio de gestión continuada o la posible ausencia de incentivos a resultados desfavorables, con la idea de promover la rentabilidad y la sostenibilidad de la entidad en el largo plazo al eliminar la asunción excesiva de riesgos. No obstante, la indefinición de estos parámetros en el ámbito legal deja en manos del uso de criterios económicos su tangibilidad, por lo que el desarrollo en forma de códigos de buen gobierno ha sido siempre una de las herramientas empleadas en el ámbito de las entidades cotizadas. Este conjunto de medidas puede considerarse guiadas por el buen camino.

A este respecto, la selección, nombramiento y el sistema de remuneraciones de los consejeros y altos directivos ha sido siempre uno de los aspectos más importantes de buen gobierno de las entidades cotizadas, algo que ha quedado contemplado en los diferentes códigos y recomendaciones desarrollados tanto a nivel nacional como internacional, con especial referencia a los documentos emitidos por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en el caso español. Además de recoger principios generales a seguir en la materia se ha considerado adecuado la creación de comisiones del consejo con un carácter especializado en el tema, tal y como se contemplaba tanto en el Código Olivencia (1998), en el Código Aldama (2003) como en el Código Unificado de buen gobierno (2004).

En alguna medida, en el ámbito de la retribución de los administradores los accionistas esperan que la remuneración que perciban no supere lo que sea adecuado para atraer a personas competentes, que en alguna medida está asociada a los rendimientos individuales y de la compañía, y que sea conocida para facilitar, tal y como nos dice el Informe Olivencia (1998), su escrutinio público, a través de requisitos de transparencia en la retribución dentro de la memoria o informe anual. Todo ello con el desglose adecuado de todos los conceptos a que corresponden, en forma de salario en metálico y en especie, opciones sobre acciones, bonus, fondos de pensiones, provisiones por indemnizaciones y otras compensaciones.

Cierto es, y así se reconoce en los diferentes códigos de conducta, las sociedades, aun gozando de libertad para fijar las retribuciones, “debe proceder con ciertas cautelas, orientándose por las exigencias del mercado y considerando la responsabilidad y el grado de compromiso que entraña el papel que está llamado a desempeñar cada consejero. La moderación es la regla que ha de presidir las decisiones que se adopten en este campo.

Ciertamente, la retribución ha de calcularse de tal manera que ofrezca incentivos suficientes para la dedicación del consejero, pero que al propio tiempo no comprometa su independencia” (Olivencia, 1998). De tal manera que la retribución debe estar fijada con base a los resultados de la empresa, e intentar conseguir con ello alinear mejor los incentivos de los consejeros con los intereses de los principales.

Si bien este conjunto de premisas es consistente con el pensamiento general, las propuestas recientes van encaminadas a reforzar el papel de la denominada Comisión de Nombramientos y Retribuciones (CNR), a crear en el seno de las sociedades de capital, desglosada en dos comisiones en caso de entidades cotizadas de elevada capitalización. Con la constitución de órganos independientes se intenta crear un marco de autoevaluación y control de las medidas de remuneración pactadas con los administradores. A este respecto, resulta de especial interés las propuestas sobre el funcionamiento de dicha comisión realizadas desde la CNMV (2019), basando sus principios básicos en los siguientes:

- a) Independencia y escepticismo: dado su papel protagonista es importante preservar en todo momento la independencia de actuación respecto de instrucciones y vinculaciones con terceros que pudieran comprometerla, así como la libertad de criterio y juicio de sus miembros. Sus miembros deben actuar con una actitud crítica y de escepticismo.
- b) Diálogo constructivo que promueva la libre expresión de sus miembros: establecimiento de un clima adecuado que fomente el diálogo con libertad de expresión y actitud crítica.
- c) Diálogo interno: la CNR debe tener contactos, de modo regular o puntual, con los responsables del gobierno de la entidad, pero siempre sin afectar a la independencia de la comisión.
- d) Capacidad de análisis suficiente y utilización de expertos: posibilidad de contar con asesoramiento externo con relación a los aspectos técnicos y relevantes, con especial referencia en entidades que desarrollen actividades complejas desde el punto de vista operativo. Esta relación debe construirse sobre la base de una adecuada transparencia sobre su relación que limite cualquier duda sobre la independencia de los asesores externos y la existencia de conflictos de intereses.

Sin duda, la misión de la CNR es contribuir a la captación y retención de talento e intentar contar en cada momento con los mejores profesionales. Su objetivo está encaminado a verificar la coherencia de las políticas de selección y retribuciones con la estrategia de la entidad, incluyendo los criterios de sostenibilidad, diversidad, rentabilidad y limitaciones a la asunción de riesgos. Se debe construir sobre la base de un conjunto de criterios respecto a su composición y reglas de funcionamiento.

No obstante, si bien es cierto que el conjunto de medidas adoptadas desde el ámbito del autocontrol parece las adecuadas, resulta necesaria una mayor explicación de los motivos que subyacen en el establecimiento de los sistemas de remuneración de los administradores. Todo ello se analiza en los puntos siguientes.

III. LOS SISTEMAS DE REMUNERACIÓN: UNA EXPLICACIÓN

La relación de conflicto entre administradores y propietarios, dentro de la actividad empresarial, ha sido estudiada a lo largo del tiempo por numerosas teorías, y de manera tradicional a través de los desarrollos en torno a la conocida como *teoría de agencia*. Se consideran situaciones en las que una de las partes – agente – tiene la capacidad o el deber de actuar en beneficio de la otra – principal –, lo que deriva en lo que conocemos como *contrato de agencia*. Este problema de agente – principal se encuentra en la mayoría de las relaciones existentes entre empleador y empleado, por lo que la búsqueda de una solución contractual resulta necesaria. Desde el ámbito de los administradores, la separación de la propiedad de la empresa y sus órganos de gestión, generan un problema riesgo moral (*moral hazard*), al poder tomar el administrador de la entidad decisiones en su propio beneficio pero que puede perjudicar los intereses de los accionistas e, incluso, de la entidad.

Con la idea de limitar el citado riesgo moral el principal debe intentar ofrecer un sistema de compensaciones que busque aunar los objetivos de ambos en beneficio del patrimonio de la entidad, de su riqueza, de sus flujos financieros y de la aplicación del resultado empresarial. Este problema, podría ser resuelto siempre y cuando la remuneración de los administradores se vinculara de manera adecuada al éxito de los resultados de la empresa, con la dificultad práctica de medir tal concepto de “éxito” o rendimiento empresarial.

No obstante, remunerar con base al rendimiento no está exento de posibles críticas, dada la posibilidad de que el éxito empresarial derive de una especial suerte en el mercado – lo que denominamos “pago por suerte” – y no tanto porque haya realizado una adecuada gestión de la empresa. Pagar al gerente por factores exógenos que deriven en buenos resultados pero que no sean adecuados a su buena gestión (Bertrand y Mullainathan, 2001), puede ser algo perjudicial. Además, los criterios recogidos por el marco normativo contable (Normativa internacional contable o Plan General de Contabilidad) no están exentos del uso de estimaciones, lo que puede derivar en la introducción de un cierto sesgo por parte del agente que pueda beneficiar sus intereses vía elección de aquellos criterios contables y de valoración que mejoren la medida del rendimiento sobre la que se fija su remuneración. Así, los administradores pueden actuar sobre las variables empleadas para medir el rendimiento empresarial sobre los que se determina su remuneración, buscando aumentar esta, perjudicando a largo plazo a la vigencia de la entidad. Por tanto, debe considerarse que los contratos que ofrecen incentivos en base al rendimiento pueden dar lugar a disfuncionalidades, donde los agentes pueden prestar especial énfasis sólo sobre aquellos aspectos del desempeño que son remunerados (Prendergast, 1999).

Además, la solución resulta algo más compleja, dado que si bien el nivel de retribución (cantidad) es importante, también lo es su diseño (calidad), es decir, en qué medida los consejeros ejecutivos y, en particular, los consejeros delegados desean compartir “su suerte” con los accionistas (Gómez, J.P; 2019) en base al sistema de remuneración establecido. En este sentido, resulta importante considerar no sólo la remuneración efectiva – sobre la base de un criterio de caja –, sino también la remuneración estimada – en base a criterios del devengo – compuesta por acciones con restricción y las opciones sobre acciones de la propia entidad, tal y como hemos visto previamente. Con este último sistema de incentivos las actuaciones de los administradores irían encaminadas a aumentar el valor de la entidad en el medio y largo plazo, lo que podría evidenciar una relación con su capitalización bursátil.

Lo anterior no son más que ejemplos de posibles alternativas existentes en la actualidad que reúnen tanto aspectos positivos como posibles respuestas conductuales disfuncionales. Estas respuestas surgen por el hecho de que los contratos a menudo no pueden basarse en una medida holística de la contribución del agente en cada momento del tiempo. Debido a ello, los agentes tienen la capacidad para jugar con el sistema de compensación cuando tienen varios instrumentos bajo su control (Holmström and Paul Milgrom, 1990 y George Baker 1992), centrando sus esfuerzos en aquellas actividades por las que son directamente remunerados y relegando las restantes (*multi-tasking problem*). En definitiva, un estudio de los sistemas de remuneración desde el ámbito económico parte de la consideración de la existencia de una relación incompleta entre los propietarios de la entidad y el agente o administradores.

En este sentido, las aportaciones realizadas por Hart y Holmström, sobre las que realizamos esta reflexión, evidencian las dificultades y las trampas que pueden existir en el proceso de diseño de este tipo de contratos, en la medida que conllevan, en este ámbito de relaciones económicas, un posible interés contrapuesto, lo que deriva en la existencia de conflicto. En el ámbito de la teoría de los contratos, donde en mayor medida aportan estos autores, se intenta ayudar a diseñar relaciones contractuales adecuadas de manera que las partes implicadas en los mismos tomen decisiones mutuamente beneficiosas.

A este respecto, Prendergast (1999) realiza una interesante revisión de la literatura sobre los sistemas de incentivos. Parte de la idea general de que los sistemas de compensación son la esencia de la actividad económica. En líneas generales observa que en la existencia de una relación agente – principal la remuneración se ha establecido de formas muy diversas, con efectos positivos y comportamientos insuficientes derivados de estos, tal y como hemos comentado. La remuneración vinculada al éxito individual o las compensaciones percibidas en forma de acuerdos sobre acciones son formas habituales, donde el elemento cuantitativo es el preponderante. Por ejemplo, en aquellos puestos complejos, donde nos encontramos con más de una actividad diferente a desarrollar por parte del agente (*multi-tasking problem*), y donde haya oportunidades significativas para la reasignación o redistribución de estas, de manera habitual existe una ausencia de pago por desempeño. En estos casos, la actividad del empleado no se evalúa a través de contratos explícitos donde la remuneración se fija por rendimiento. En estos casos, la remuneración puede basarse en alguna *medida subjetiva discrecional* del desempeño, en adición con otras medidas objetivas, que quedan en la esfera de la voluntad del principal.

Ante esta situación, el agente actúa en un entorno donde los esfuerzos se aplican con la esperanza de una posible revisión salarial o bonificación, a discreción del principal o, en su caso, de una expectativa válida de promoción (véase Fama, 1980) dentro del ámbito de los puestos de responsabilidad, y sobre la base de una jerarquía establecida en la organización. Tales evaluaciones subjetivas tienen el beneficio de que pueden ser una medida más completa del desempeño, dado que las actuaciones de los agentes se valoran en el esquema de la situación en que se produjo, no de un valor absoluto. En este sentido el pago por rendimiento no se establece sólo por alcanzar el objetivo fijado, sino por la situación en que se consiguió. Es decir, un crecimiento de la actividad económica de la entidad implicaría una remuneración de los administradores diferente según el escenario económico vigente. Sin duda, su evaluación puede quedar marcada por la estructura de propiedad de la entidad y la visión a corto o largo plazo de los inversores de referencia, toda vez que el deseo de obtener beneficios inmediatos puede perjudicar la supervivencia de la entidad. Aquí juega un papel importante la estructura de gobernanza y propiedad de la actividad empresarial.

Existe evidencia considerable de que las evaluaciones subjetivas también dan lugar a sesgos, implicando inexactitudes debido a errores de medición sistemáticos (Ahn et al. 2010; Bol 2011). Por ejemplo, cuando las evaluaciones son subjetivas, es probable que los agentes desperdicien recursos valiosos, como, por ejemplo, el tiempo, intentando reclamar el favor de los principales. Además del incentivo para participar en tales actividades de “autopromoción”, se han resaltado una serie de problemas de manera frecuente observados (Bol 2011; Frederiksen et al. 2017; Moers 2005; Prendergast 1999).

Por ejemplo, existe el problema denominado *sesgo de clemencia o indulgencia (leniency bias)*, donde los principales son reacios a otorgar calificaciones negativas, con una tendencia clara a inflar las recompensas del desempeño. Detrás de este comportamiento se encuentra la posible preocupación del principal por el bienestar del agente o el intento por evitar los costes derivados de posibles evaluaciones negativas (Frederiksen et al. 2017; Kampkötter y Sliwka 2016). Asimismo, nos encontramos con el denominado *sesgo de centralidad (centrality bias)* donde los supervisores efectúan sus valoraciones del desempeño en torno a una norma, en lugar de distinguir correctamente el bueno del mal esfuerzo. Ello deriva en una menor diferenciación de las evaluaciones, resultado de la posible aversión por la desigualdad o de las señales imprecisas con respecto al desempeño individual. En este ámbito, la variación en la evaluación del desempeño es mayor que la variación experimentada por las recompensas derivadas de tal esfuerzo (Trapp, I; Trapp, R. 2019). En esta línea, las distorsiones implícitas existentes en los sistemas de evaluación derivan en una optimización de los agentes en relación con el contrato sobre el que regulan su relación profesional, derivando en la obtención de un rendimiento ajustado a lo percibido por tal trabajo, es decir, “*usted obtiene lo que paga*”.

A este respecto, y tal como se puede apreciar, los sistemas de incentivos no se limitan sólo a la obtención de un rendimiento económico explícito, sino también a la existencia de posibilidades de promoción, que puede conllevar una remuneración sobreproporcionada. A ello contribuye de manera determinante la denominada *teoría de los torneos* – enunciada ya hace más de treinta años (Lazear & Rosen, 1981) – donde la posibilidad de promoción dentro de la organización se construye sobre la base de un torneo (piensen por ejemplo en un Open de tenis) entre un grupo de agentes que compiten por un conjunto concreto de premios, pero no en un entorno tan deportivo como pudiera esperarse. En tales competiciones los diferentes agentes compiten por un premio obtenido en función de un rango relativo diseñado con la idea de obtener el nivel óptimo de esfuerzo. Este premio se califica de óptimo cuando maximiza la producción del torneo, incluidos todos los participantes (Knoeber, 1989; Knoeber y Thurman, 1994). Si el reparto de premios es demasiado pequeño no existe un incentivo por parte de los concursantes a competir. En el caso de que el premio sea demasiado elevado también puede resultar en algo perjudicial porque deriva en tal esfuerzo que los concursantes deben ser compensados de manera amplia por su participación (piensen en los jugadores de los equipos de la NBA).

En alguna medida, la teoría de los torneos describe una situación que define el comportamiento de los agentes cuando las estructuras de compensación están basadas en el establecimiento de un ranking comparativo por encima de valores absolutos, donde las remuneraciones suelen ser elevadas. Esta teoría efectúa una serie de predicciones que se ven apoyadas por diferentes trabajos empíricos, pero, sobre todo, permite justificar la ratio tan dispar entre la remuneración de los administradores y la de los trabajadores, y permite explicar su importante diferencia. Los estudios efectuados en este entorno demuestran que los premios obtenidos en un proceso competitivo son siempre superiores

a los mecanismos de compensación por desempeño, dado que motivan a una base más amplia de agentes que luchan por la promoción, en lugar de centrarse en un solo individuo. En alguna medida los participantes del proceso tienen mayor motivación cuando los premios están supeditados a una función ganador – perdedor. Como consecuencia de ello pequeñas diferencias de rendimiento resultan en grandes diferencias de compensación. Tener un superior en la organización, que percibe una elevada remuneración, no sólo por el trabajo actual sino también por el esfuerzo pasado, incrementa la productividad en la organización.

En alguna medida, esta teoría, introducida inicialmente por Rosenbaum (1979), desarrollada posteriormente por Lazear & Rosen (1981), y con extensiones posteriores por parte de Rosen (1986) se sustenta en varias premisas. Primero, los premios más grandes deberían resultar en un mayor esfuerzo; segundo, en un concurso donde sólo hay un posible ganador, el premio debería aumentar con el número de participantes; finalmente, los agentes que no tienen éxito en la disputa deberían tener la posibilidad de adoptar estrategias para “ponerse al día”. A este respecto es importante resaltar que, cuando en este entorno, surgen respuestas conductuales disfuncionales, las empresas deberían poder adoptar medidas burocráticas para asignar las promociones, cuidar que estas no recaigan en las personas equivocadas, evitar dar un mayor peso a variables no relevantes, como pudiera ser, por ejemplo, la antigüedad en la organización. Hay que considerar que en este entorno, la posibilidad de obtener una mayor remuneración se obtiene a través de un ascenso en la jerarquía. Ello se produce a coate de los competidores y no necesariamente por una mayor productividad marginal.

En este esquema, la remuneración con base en el éxito puede construirse no sólo sobre los rendimientos de una sola persona, sino sobre las contribuciones conjuntas de muchas personas. En estos sistemas los beneficios de un mayor esfuerzo se comparten con toda la organización, y derivan en un comportamiento positivo de la productividad de la entidad. En este ámbito de actuación, la posibilidad de autovigilancia por parte de todos los miembros de la organización derivaría en un comportamiento positivo para la entidad.

Si bien como se ha hecho referencia de manera previa el análisis de la remuneración de los administradores suele centrar su foco en su nivel, en la cantidad, también resulta importante su diseño (Gómez, J.P. 2019) en beneficio de la entidad. Por ello, un análisis correcto de los sistemas de remuneración no debe centrarse siempre en su cuantificación sino en su adecuación para combatir los conflictos. Un análisis adecuado de la remuneración de los administradores debería considerar la relación existente entre la riqueza total, actual y futura de estos, con el valor y la rentabilidad de la empresa.

En la práctica, debe tomarse en consideración, como primer concepto, *la remuneración efectiva*, calculada sobre la base de un criterio de caja y que engloba tanto el dinero efectivo percibido durante el ejercicio contable como remuneración fija y variable a corto y largo plazo como las opciones vencidas. Por otra parte, debe tomarse en consideración la *remuneración estimada*, sobre la base de un criterio del devengo y que centra su atención en cuantificar cómo cambia la riqueza del administrador. Forman parte de este concepto las acciones restringidas y las opciones sobre las acciones de la propia entidad. Las actuaciones de los administradores irían encaminadas a afectar en el medio y largo plazo la cotización o el valor de empresa, aumentando el valor de la

remuneración estimada, con un vínculo claro entre rentabilidad y remuneración. Esta relación no existiría de manera tal clara en el caso de la remuneración efectiva.

IV. TEORÍA DE LOS CONTRATOS E INCENTIVOS

En este ámbito de relaciones contractuales, y con la intención de explicar los sistemas de remuneración de los administradores, el camino pasa de manera necesaria por un estudio de la teoría de los contratos, completos e incompletos, donde los sistemas de incentivos juegan un elemento protagonista. En este terreno, los ganadores del premio Nobel 2016 de economía, los profesores Hart y Holmström, mejoraron de manera importante el conocimiento sobre la materia. Con su estudio de la composición de los contratos y la forma en que impactan en la economía han permitido explicar cómo se escriben los sistemas de incentivos, como esclarecimiento de la forma en que funciona la actividad económica actual. Holmström fue reconocido por su trabajo sobre el problema de agente y principal, Hart por su trabajo sobre la teoría de la empresa.

Holmström parte de un nuevo enfoque del problema del agente – principal y el problema de agencia o riesgo moral. Sus trabajos aportan claridad a los sistemas de incentivos en equipos, al desarrollo de los sistemas de remuneración a lo largo de la vida de las carreras de los agentes y de los problemas que surgen cuando realizan más de una tarea (*multi-tasking problem*). Los modelos de agente – principal de este tipo, a menudo se denominan modelos de *contratos completos*, ya que las partes involucradas pueden incluir en el contrato todos los aspectos de su relación. Esto significa que nunca hay necesidad de renegociar, incluso si existen cuestiones relacionadas con los conflictos en los sistemas de incentivos.

Desde el punto de vista de nuestro trabajo sus aportaciones proporcionan mayor claridad sobre los sistemas de remuneración de los administradores, pudiendo explicar, según el tipo de relación agente principal, la forma más adecuada de establecer un régimen de incentivos para los puestos de responsabilidad de los administradores y, sobre todo, dilucidar las diferentes disfunciones que pudieran surgir de las alternativas posibles.

No obstante, en las relaciones empresariales a menudo se producen renegociaciones, y dicho proceso puede ser un determinante importante de la remuneración de las partes y, como resultado, sus incentivos para invertir, generar excedentes o la realización de intercambios. Hart, como parte de su teoría de la empresa, desarrolla el modelo de los *contratos incompletos*. Una característica crítica de un contrato incompleto es que en algún momento después del establecimiento de su relación, pero antes de que se complete o alcance su objetivo, las partes pueden, y normalmente lo hacen, renegociar los términos de su acuerdo. El modelo de contratos incompletos de Hart proporciona, un marco para tratar las situaciones en las que existe renegociación de las condiciones. Desde el punto de vista de la remuneración de los administradores crea un marco de referencia interesante respecto a las diferentes expectativas existentes por ambas partes de la relación y, la imposibilidad de recoger la totalidad de posibles contingencias futuras en el sistema de incentivos. Ello deviene en la existencia de ineficiencias, que pueden provocar una reducción del bienestar de los administradores o del éxito de la actividad empresarial.

Se analizan las aportaciones de Holmström y Hart en los siguientes dos epígrafes.

V. CONTRATO COMPLETO: RELACIÓN ENTRE PRINCIPAL Y AGENTE

Los trabajos de Holmström se centran en aquellas situaciones en las que las partes de una relación tienen la capacidad de firmar contratos completos, contratos donde se describen de manera precisa los pagos o la remuneración a realizar en cada situación contingente futura que se pueda presentar. El modelo básico de contrato óptimo por incentivos enunciado por Holmström tiene su origen en sus primeras investigaciones y de manera precisa en su artículo más famoso “*Moral Hazard and Observability*” (Holmström, 1979). En él intenta encontrar el diseño de los mejores contratos posibles en los que la relación del agente y principal aúnen sus principios de actuación.

Este modelo básico parte del modelo de Mirrlees (1974, 1976) que estudia la relación existente entre un agente – un gerente – y el principal – o propietario –. Analiza los conflictos de intereses existentes entre ambos, y todo ello sobre la base de un sistema de incentivos y las diferentes alternativas de actuación que puedan adoptarse. En líneas generales, si la acción a ejecutar es observable, el principal establecerá un sistema de incentivos y remuneración y un contrato vinculado a la acción del agente. Todo ello en la búsqueda de una distribución deseable entre principal y agente de los beneficios obtenidos de su relación. En la medida que nos encontramos en una línea de conflicto, para evitar que el agente adopte decisiones erróneas, deberían existir elevadas multas pecuniarias, y sancionar aquellas actuaciones que vayan en perjuicio de la actividad gestionada.

Por el contrario, si la acción a ejecutar por el agente no es observable o resulta difícil de medir, surge el problema de *riesgo moral* (*moral hazard*) ya comentado, en la medida que el pago se realiza en función de una medida imprecisa. Es más, en el modelo clásico de riesgo moral no es posible incorporar ciertas variables contingentes dentro de la relación contractual, ya que pueden no ser observables a priori, e incluso aunque fuera observable podría ser imposible para la otra parte verificar las actuaciones adoptadas. Es decir, y a modo de ejemplo, los propietarios de la entidad pueden observar el comportamiento de la cotización de las acciones o de cualquier variable contable de referencia, pero no pueden observar realmente las actuaciones que ha desarrollado el CEO. Al remunerar de esta manera, el administrador puede ver limitado su bienestar al considerar que, por las condiciones del entorno y a situaciones ajenas a su control, sus actuaciones no se han reflejado sobre las variables que se usan como referencia para calcular su remuneración. Es posible que el agente considere que su esfuerzo real no se ha valorado convenientemente. Ello genera mayor una mayor línea de conflicto.

Este modelo se fundamenta en la existencia de un agente, que es, de manera habitual, adverso al riesgo, y su empleador, cuando no puede observar directamente el esfuerzo desarrollado, pero sí tiene acceso a ciertas medidas de su productividad. El conflicto surge por el riesgo que sufre el trabajador si su compensación es variable, o sus incentivos a esforzarse, si su compensación es fija. Holmström demuestra que en todas estas situaciones los agentes deben ser retribuidos de acuerdo con sus resultados – *performance pay* o *paying for performance* – pero el contrato sólo debe contemplar aquellas variables financieras o no financieras sobre las que el agente puede actuar. Cada variable debe tener un peso relativo adecuado con el esfuerzo (*informativeness principle*). Este principio hace referencia a que la compensación debe depender de señales que proporcionan información sobre su actuación real, al margen de un frío dato contable o de rendimiento. El principio de “informatividad” establece que cualquier medida disponible de desempeño por parte del agente debe ser incluida en el nivel de compensación contemplado en el contrato.

Por tanto, la remuneración de los administradores debe depender de determinadas señales además del beneficio o rendimiento obtenido por la actividad empresarial. Lo importante es definir de una manera correcta estas señales y, sobre todo, su grado de correlación con variables aleatorias o ruido. Una señal que esté correlacionada con el ruido es potencialmente valiosa para el principal, mientras que una señal que no esté correlacionada con el ruido sería inútil. El *informativeness principle* predice que cuando el pago a percibir por el agente se vincula con el comportamiento de determinada variable, entonces el contrato debe ser indexado para filtrar el impacto de factores exógenos. Dado que el beneficio de la indexación se basa solo en consideraciones estadísticas, es posible probar esta predicción sin un conocimiento preciso de la preferencia de riesgo del agente. Sin embargo, resulta que muchos agentes tienen contratos que no proporcionan dicha indexación, por lo que es posible que, en contradicción con lo establecido en dicho principio, estén percibiendo su remuneración basada en otros criterios, por ejemplo, un *pago por suerte*.

No obstante, y en la medida que ninguna de las medidas anteriores de referencia será cien por cien correcta a efectos de remunerar al administrador, el agente se somete a un cierto riesgo residual que reduce su satisfacción. Ello deriva en que la expectativa de pago esperado por el agente será mayor, lo que reduce los beneficios marginales del esfuerzo para el empleador y aconseja que el agente se esfuerce menos que en el óptimo de la entidad.

El *informativeness principle* se complementa con un bien definido principio de intensidad, que afirma que el mejor sistema de incentivos se crea sobre varios factores: el beneficio, la precisión, el riesgo del agente y la capacidad de respuesta del agente ante los incentivos. Este criterio de intensidad predice que cuanto más varía la compensación con el esfuerzo mejor respuesta del agente se produce. Además, y sobre la base de un criterio de igualdad, la compensación por una actividad debe coincidir con el valor que el principal pone en la terminación de esta. Ello ayuda a los agentes a establecer un sistema jerárquico a las tareas a desarrollar, cuando existen varios proyectos.

En este sentido, la crítica a este sistema de incentivos parte de la posible remuneración basada en el mencionado *pago por suerte*, al percibir la remuneración los administradores por factores exógenos que no sean debidos a su buena gestión (Bertrand y Mullainathan, 2001). Ello pone en evidencia la posibilidad de un fallo práctico en el diseño de contratos óptimos. No obstante, en aquellas entidades realmente formalizadas, en las que los accionistas operan como un verdadero principal, el pago de los agentes soporta un mayor grado de indexación. Por el contrario, en aquellas entidades sin accionistas dominantes, tal poder lo adquieren los administradores o agentes, estando más presente el pago por suerte. Ello determina la importancia de tener medidas de gobierno corporativo adecuadas, en línea con las comentadas en un apartado previo. Por tanto, el éxito de un sistema de incentivos – *paying for performance* – parte de la suficiente habilidad para redactar la relación contractual *ex ante*, así como de la habilidad para medir y verificar el cumplimiento de los objetivos con posterioridad, estableciendo el pago final como incentivo, alejado de la suerte.

Por otra parte, el modelo de Mirrlees (1974, 1976) – que centra la compensación del agente sobre variables determinadas – es considerado por Holmström y Milgrom (1987) como excesivamente simple, dado que basar la remuneración en una sola variable podría ser incluso perjudicial, ya que al no tener en cuenta el esfuerzo realizado, podría volverse ineficaz para motivar al agente. Para resolver este problema, la remuneración debe depender de la productividad, de la relación entre la cantidad de productos obtenida por un sistema productivo y los recursos utilizados para obtener dicha producción, o bien,

que el agente comparta el riesgo con el principal. Ejemplos de la ineficiencia de modelos basados en un único hecho económico, acción o señal existen en numerosos trabajos empíricos (Chevalier y Ellison, 1997)

En el modelo de *riesgo moral* la actuación de los agentes se considera unidimensional; sin embargo, en la vida real las acciones o tareas deben considerarse complejas y multidimensionales, que involucran numerosas actividades que sólo pueden ser imperfectamente observadas y medidas. A todo ello debemos considerar que un intento de compensación sólo a través de actividades o señales medibles puede derivar en actuaciones ineficientes, dado que los agentes tenderían a concentrar su actividad en aquellas actividades por las que podría obtener compensación. Ello podría derivar en lo que Baker, Gobbons y Murphy (1994) afirman al indicar que la historia de los negocios está llena de empresas que obtuvieron lo que pagaron, esto es, que los resultados obtenidos sean consecuencia del sistema de incentivos creado. A modo de ejemplo, puede tomarse en consideración el efecto que podría tener un sistema de incentivos a las fuerzas y cuerpos de seguridad del Estado en base al número de detenciones practicadas en un periodo de tiempo. La situación final es totalmente previsible.

Holmström y Milgrom (1991) modelizan estos argumentos teóricos en un *modelo multitarea (multi-tasking problem)*. Concluyen que en situaciones complejas donde se busca un equilibrio entre diferentes tareas o actividades con dispar complejidad en la medición de las diferentes señales puede resultar más útil establecer un sistema de *remuneración fija*. Por ello, resulta más útil que exista un equilibrio entre las diferentes actividades que implican puestos de este tipo sin establecer ninguna variable como óptima para medir el esfuerzo, dado que el nivel de desempeño esperable de alguien con múltiples tareas es menor que de alguien que realice una sola, aunque tuviese la misma capacidad. Demuestran que el nivel de incentivos óptimos de cada tarea es menor del que correspondería en caso de que el agente dedicase todo su esfuerzo a una única tarea.

Los principales sólo deben combinar tareas en la misma persona si existen suficientes complementariedades entre tales actividades. Cuando una determinada actividad del conjunto de tareas a desarrollar resulta compleja de evaluar, los sistemas de incentivos deben ser débiles para el resto de las tareas. Holmström y Milgrom (1994) amplían con posterioridad el modelo, incorporando los incentivos de alto rendimiento, la propiedad de los agentes y la libre organización de los trabajadores para organizar su trabajo.

En esta misma línea se considera inadecuado el modelo basado en que una simple acción o hecho económico sirva de base para la remuneración (Holmström y Milgrom 1987). Podría incluso ser negativo que al no tener en cuenta el esfuerzo realizado de modo lineal se tornaría en ineficaz para motivar al agente. Para resolver este problema se propone que la remuneración de los agentes dependa del rendimiento en sentido amplio y que el agente comparta en alguna medida el riesgo con el principal. Este es el caso de los accionistas cuando no pueden observar como el gerente dirige la empresa, pero puede emplear como referencia, por ejemplo, el valor de las acciones en bolsa o el importe de diferentes medidas contables (Murphy, 1985).

No obstante, en el modelo de actividad económica actual los procesos de producción requieren de la coordinación y trabajo en equipo de numerosos agentes lo que puede derivar nuevamente en la existencia de ineficiencias en los sistemas de incentivos si tan sólo es posible medir la producción agregada y, por tanto, resulta difícil diseñar contratos óptimos para cada agente, además del riesgo de contar con algún *pasajero sin billete*. Algunos de los agentes pueden engañar sobre el verdadero esfuerzo realizado

aprovechándose del trabajo del resto como parte del esfuerzo del equipo. Este problema, denominado riesgo moral en los equipos de trabajo (Holmström, 1982), demuestra que si la remuneración implica una variable o señal conjunta la medida siempre será ineficiente. En esta situación, el principal puede hacer uso de lo que denominamos *budget breaker* al generar un incentivo a la externalización de los trabajos que se ejecutan de manera ineficiente. Con ello se busca eliminar la producción del equipo cuando se obtiene un rendimiento inferior a lo esperable.

En este sentido, considera el potencial beneficio de crear incentivos formales para equipos con la idea de eliminar el ruido en el contrato de un agente individual. El *output* agregado puede ser una señal útil del esfuerzo de un agente más allá del desempeño individual del mismo, y debería ser incluido en el contrato óptimo. Evidentemente, al igual que en el modelo básico, existe la posibilidad de éxito por suerte más que por el esfuerzo individual. No obstante, y dado que afecta por igual a todos los miembros del equipo, si el individuo se esfuerza dentro del grupo ello le lleva a obtener un elevado beneficio a la empresa. Debe apreciarse que el esfuerzo realizado por un agente individual es una buena señal del trabajo que desempeña un agente concreto.

No obstante, las preocupaciones sobre el riesgo moral son algo frecuente dentro la literatura, y en especial la forma de resolverlo a través de la creación de un contrato óptimo o completo. A este respecto debe tomarse en consideración las aportaciones de Fama (1980), en las que se considera que la existencia de preocupaciones por la posible promoción profesional resuelve cualquier problema riesgo moral, no siendo preciso incorporar contratos explícitos basados en el rendimiento.

En base a lo anterior, Holmström (1999) introduce el incentivo de promoción profesional sobre la base de salarios más elevados en el futuro, si bien su éxito dependerá de la credibilidad de tales promesas futuras por parte del principal. Entraríamos dentro del área de la teoría de los torneos previamente enunciada. Debe considerarse que el esfuerzo desarrollado por un agente en el momento actual hace más probable que su capacidad profesional se eleve, lo que deriva en que su trabajo será más atractivo, no sólo para el principal actual con el que colabora, sino también para cualquier otro potencial empleador. Esto delimita la posibilidad de una mayor credibilidad de la potencialidad de una remuneración superior, aunque el contrato en vigor no contemple explícitamente tal posibilidad. No obstante, la bondad del sistema de promoción profesional no se produce de manera homogénea a lo largo de la vida profesional del agente. En los primeros años de su vida laboral el esfuerzo puede ser superior, descendiendo de manera considerable cuando la vida laboral residual esté próxima a finalizar.

En cualquier caso, todo el análisis efectuado hasta el momento parte de una premisa de partida especialmente fuerte, como es el hecho de que el mercado agente – principal se desarrolla en un entorno de competencia perfecta, en el que el poder de agente y principal queda diluido en una oferta y demanda amplia. No obstante, Bebchuk y Fried (2006) demuestran que en el caso de entidades cotizadas americanas empleadas en su muestra de estudio los procesos de establecimiento de las compensaciones se han alejado de manera significativa de lo que podríamos calificar como tal mercado, algo que se evidencia en los aumentos elevados de la remuneración de los administradores. En alguna medida, el poder de gestión del CEO ha desempeñado un papel clave en la configuración de los salarios de los agentes, lo que puede explicar gran parte del paisaje contemporáneo de compensación a los ejecutivos, incluidas prácticas y patrones que en alguna medida han desconcertado al ámbito de la teoría económica. Demuestran igualmente que su influencia en el diseño del sistema de incentivos ha producido importantes distorsiones en dichos acuerdos, resultando en elevados costes a los inversores y a la economía. De

hecho, esta influencia ha llevado a esquemas de compensación que debilitan los incentivos de los gerentes para aumentar el valor de la empresa e incluso crean incentivos para tomar medidas que reducen el valor de esta a largo plazo. Todo ello es un ejemplo de la línea de conflicto entre agente y principal desde el que se construye el modelo empresarial.

VI. CONTRATO INCOMPLETO Y LOS PROCESOS DE RENEGOCIACIÓN

Coase (1937) sobre la base de la pregunta ¿por qué existen las empresas?, plantea la duda de dónde están los límites de la actividad empresarial, de por qué determinadas actividades son desarrolladas por la entidad y por qué otras cuestiones son compradas o adquiridas a terceros. La solución la construye sobre la base de la existencia de *costes de transacción*, bien por la contratación de personal y su control, bien por la búsqueda de proveedores que puedan facilitar el insumo necesario para su actividad. En este sentido, considera que las empresas, buscando maximizar su beneficio actúan de tal manera que intentan minimizar sus costes de transacción que deriven en un beneficio superior. Implícitamente estaba reconociendo que las empresas son maximizadoras del beneficio.

Con posterioridad Williamson (1979, 1985) prestó especial atención a los activos o inversiones específicas de la relación, es decir, aquellos elementos patrimoniales que generan más rendimientos cuando se usan en una actividad comercial entre dos partes o más independientes. En este sentido, las empresas se organizan de tal manera que puedan facilitar las inversiones en este tipo de activos, en lugar de externalizar la adquisición o compra de determinadas actividades. El problema, y así lo enuncia Smirnov y Wait (2017), surge en aquellas situaciones en que los contratos son incompletos derivando en posibles renegociaciones de las condiciones iniciales. La parte que realiza la inversión pueden verse privada de la obtención de beneficios por la otra, intentando quedarse con el beneficio generado; por ello, y como solución, la propuesta es internalizar los costes de transacción dentro de la empresa, limitando la renegociación a un ámbito cerrado. En alguna medida se estaba reconociendo la posible línea de conflicto existente en las partes de una relación comercial, y como la existencia de contratos incompletos derivan en posibles renegociaciones de las condiciones de tal vínculo y la existencia de incentivos a la creación de un entorno empresarial o social. Sobre todo, se considera que los riesgos de renegociación se limitan, con la organización empresarial, a un ámbito cerrado, evitando la ruptura fácil de relaciones comerciales entre las partes, cuando se trata de elementos totalmente independientes.

Las anteriores aportaciones de Williamson son asumidas por Hart y sus colaboradores, analizando las ineficiencias en los contratos, identificando de manera clara los costes y los beneficios derivados de realizar una actividad dentro o fuera de la empresa. Con ello, estaban definiendo de manera precisa, los límites, casi físicos, de la sociedad y dando una explicación al motivo de conflicto entre el agente y el principal y el sistema de incentivos a crear para evitar el desmembramiento de la sociedad.

De esta forma, pagar con base en el cumplimiento de objetivos requiere de la habilidad de redactar *ex ante* los términos de la relación contractual de la manera más eficiente posible, pero también precisa de la posibilidad de verificar y medir adecuadamente el grado de cumplimiento de los compromisos pactados de manera *ex post*. Estos requisitos resultan complejos en determinadas situaciones, especialmente cuando los resultados de la actividad empresarial sean impredecibles por adelantado. Un ejemplo habitual empleado en la literatura para explicar este tipo de situaciones se produce en el caso de actividades de investigación en la empresa que pudieran o no

culminar en la obtención de una nueva tecnología aplicable a la industria. Ni su calidad ni su impacto económico para el principal puede determinarse a priori, por lo que resulta difícil establecer un sistema de incentivos adecuado en el momento inicial. Dada esta imposibilidad de establecer un sistema de incentivos adecuado, se requiere de una aproximación alternativa y una solución a estas situaciones. Debe valorarse el efecto de la actividad a nivel interno de una organización en la que se debe establecer un sistema de incentivos de los administradores en base a éxitos contingentes, en los que la línea de conflicto queda delimitado a nivel interno de la empresa.

A este respecto, la teoría de los *contratos incompletos* centra su atención en la asignación de los *derechos de decisión*, como teoría alternativa que explica el conflicto entre agente y principal, entre administrador y accionista. Debidamente asignados pueden ser un sustituto perfecto de las recompensas contractualmente identificadas. Estos derechos de decisión están habitualmente determinados por los denominados *derechos de propiedad*, que derivan en el reparto del poder de negociación a las partes, determinado los incentivos presentes en los contratos. Si se toma como referencia el ejemplo anterior, una posibilidad plausible es el hecho de que el agente perciba una remuneración fija del principal, lo que deriva en desposeerle de una capacidad de negociación a posteriori, sobre la base de los resultados finalmente obtenidos (tanto buenos como malos). En este caso, el principal sería propietario de la innovación y podría hacer uso de esta de manera libre y, por ende, de sus resultados. De manera alternativa, el agente podría ser propietario de la innovación que desarrolla, por lo que podría negar al principal su uso y vendérselo a un precio convenido en base a un nuevo proceso de negociación. En el caso de que la innovación obtenida fuera de una elevada calidad, el rendimiento por el agente podría ser muy superior. Esta situación plantea el hecho de que un investigador independiente puede tener una falta de incentivos investigando para el principal dado que su poder de negociación es superior si el resultado final de sus trabajos tiene múltiples usos alternativos.

Sobre la base de lo anterior la propuesta de Hart es que una cuidada asignación o reparto de los derechos de decisión derivan en buenos incentivos que pueden reemplazar su incorporación en una relación contractual, algo de especial interés a la hora de construir un sistema de incentivos analizando en manos de qué parte de la relación existe la capacidad de decisión. Ineficientemente asignados podría derivar en remuneraciones desproporcionadas al relegar el poder en los administradores. Esta teoría tiene una importante aplicación práctica dentro del ámbito de las finanzas corporativas y, en el caso que nos ocupa, como los propietarios de la entidad pueden controlar a sus administradores a través del diseño de medidas de gobierno corporativo y su estructura de capital. De esta forma, quitándoles, o al menos limitando, en alguna medida determinados derechos de decisión a los administradores, en beneficio de los propietarios o de la sociedad.

La esencia de este modelo de derechos de propiedad se construye sobre una serie de pilares (Smirnov y Wait 2017), que explican de manera clara las aportaciones realizadas por Hart, y que pueden ser adaptadas fácilmente en una relación agente principal:

- Todos los contratos están incompletos y, por tanto, abiertos a la renegociación.
- Muchas inversiones son específicas de la relación, por lo que el inversor se somete al riesgo de que en la renegociación le “roben” sus rendimientos por la otra parte.

- Esta situación desincentiva la inversión.
- Los derechos de propiedad de los activos son el poder de negociación del propietario en el proceso de renegociación.
- La propiedad de los activos fomenta la inversión en ausencia de otras alternativas para proteger sus derechos.
- Alternativamente, no tener la propiedad debilita el poder de negociación.

Del análisis realizado en el modelo se aprecia que para la parte del contrato que posee el activo el excedente obtenido es superior, dado que la propiedad genera un *derecho a veto*, al poder decidir quién tiene acceso a ella, lo que determina una influencia en los términos del intercambio. Este modelo resulta sencillo de comprender, pero resulta poco realista dada la multitud de empleados, clientes y proveedores que habitualmente presiden la actividad de las corporaciones empresariales. En este sentido, Hart y Moore (1999) desarrollan la teoría de los derechos de propiedad para un entorno con muchas partes implicadas, varios activos, lo que proporciona un marco de producción más adecuado.

Los trabajos desarrollados por Holmström parten de la premisa de la consecución de contratos óptimos. Sin embargo, este aspecto resulta de gran complejidad en la práctica, dadas las limitaciones no sólo de la imposibilidad de determinar de manera adecuada la medición del rendimiento, sino también ante la dificultad por las partes de expresar de una manera realista términos contractuales detallados con antelación. La idea fundamental de Hart es que un contrato no puede especificar todo lo que las partes deben hacer en futuras eventualidades, por lo que debe fijarse quién debe tener el derecho a decidir cuando las partes no pueden estar de acuerdo. Aquella parte del contrato con tal derecho tiene una mayor capacidad de negociación y será capaz de obtener mejores acuerdos una vez el objetivo empresarial ha culminado. El individuo que tenga una mayor capacidad de decisión asumirá un mayor poder en la toma de decisiones de inversión, a la par que debilita los incentivos de los individuos con menores derechos de decisión. Ello tendrá su reflejo en los sistemas de remuneración.

Una de las aplicaciones más importantes de la teoría de los contratos incompletos se da dentro del ámbito de las finanzas corporativas, al tratarse de una cuestión clave para conseguir que el agente actúe de manera positiva a favor del principal o de los propietarios. Los trabajos de Grossman y Hart (1982) cuestionan la posesión de los derechos de control residual. Se preguntan quién debe tener el derecho a tomar decisiones sobre cuestiones que no están claramente definidas en una determinada relación contractual. En el caso de una relación frente a terceros analizan qué sucede con la asignación de esos derechos de decisión cuando la empresa, como parte de una relación comercial, incumple, por ejemplo, con una deuda. El ejemplo adaptado a la remuneración de los administradores parte de aquella situación en la que resulta de gran complejidad determinar la adecuada actuación de un gerente, ya que su actuación puede desviar una parte de los resultados en su propio beneficio; la alternativa que se plantea es que el gerente se convierta en propietario y dueño de su propia empresa.

Al convertir al gerente en empresario, tendrá libertad para decidir libremente cómo dirigir la empresa y trasvasar libremente las actuaciones que van en su propio beneficio o en beneficio de la entidad. De esta forma, se entra en el terreno de los pagos basados en acciones y la distribución de la propiedad, y de cómo se pueden gestionar los derechos de control residual en el ámbito de una relación administradores/propietarios.

La limitación a la posibilidad de que el gerente pueda llevar a cabo la adquisición de la entidad por insuficiencia de recursos determina la necesidad de contar con inversores externos. A fin de poder financiar la operación se les debe comprometer un pago fijo futuro con garantías, con independencia de los beneficios obtenidos. En el caso de que el pago no se produzca, la propiedad se transfiere a los inversores. Cuando el rendimiento de la empresa sea adecuado, los empresarios deben tener el derecho a tomar la mayoría de las decisiones empresariales. En el caso de que los resultados empresariales se deteriorasen los inversores deberían tener más derechos de decisión, algo habitual de los contratos financieros del mundo actual.

En la especialización de Hart en las situaciones en las que los contratos son incompletos presta especial interés a la existencia de posibles contingencias. Hart parte de la consideración de que, en entornos plenos de incertidumbre, los contratos necesariamente son incompletos, pues las partes no puede describir todas las posibles contingencias que pueden afectar a su relación contractual. La incertidumbre sobre los precios futuros de materias primas, los avances tecnológicos, los aspectos medioambientales o políticos afectan a los retornos a obtener por parte de las inversiones que son difícilmente predecibles. Sólo la capacidad de renegociación entre las partes es capaz de suplir los envites de los cambios contingentes en el entorno con efecto en la actividad empresarial, lo que perjudica de manera determinante los incentivos a determinadas inversiones. En concreto, Grossman y Hart (1983) evidencian que la posibilidad de renegociación reduce los incentivos de las partes para realizar inversiones en una relación contractual dado que los beneficios finales de tal inversión podrían ser renegociados.

La premisa fundamental es el hecho de que las personas responden a incentivos materiales. No obstante, la relevancia de la teoría de los contratos no se basa en que los agentes sean completamente racionales o egoístas. Es un modelo que puede ser aplicado a agentes no egoístas o que no se muevan por racionalidad limitada o agentes sin una motivación material. En extensión de este modelo podemos evidenciar la existencia de numerosos trabajos que intentan explicar cuándo y por qué determinados incentivos materiales pueden fallar en la idea de inducir un determinado comportamiento y por qué en ocasiones puede ser mejor establecer un sistema de incentivos materiales débil.

VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los incentivos son la base de la actividad económica, y por tanto un elemento troncal en la relación entre administradores o agentes y los propietarios o principales. Por ello, la creación de un adecuado sistema de remuneraciones de los administradores busca eliminar, o al menos reducir, la línea de conflicto existente entre ambas partes de la relación, y sobre todo buscar el beneficio global. La dificultad surge de la posibilidad, o sobre todo la capacidad, de documentar de manera adecuada en la relación contractual todas y cada una de las expectativas de las piezas de la relación y, sobre todo, medir adecuadamente el rendimiento sobre el que se calcula la remuneración de los administradores que vaya en beneficio de todos, tanto de la empresa, como de los accionistas, así como de los propios administradores, y todo ello dentro del ámbito social en el que se desarrollan. Desde el ámbito legal las medidas han ido encaminadas a un aumento de la transparencia sobre los sistemas de remuneración, que sirvan de control por parte del propio mercado y de penalización de posibles comportamientos inadecuados.

No obstante, desde el ámbito económico las teorías explicativas que intentan dar algo de luz a los condicionantes de las prestaciones recibidas por su trabajo se cubren bajo el paraguas amplio de la teoría de contratos, pasando en paralelo, por la conocida teoría de los torneos, como explicación de la relación entre la remuneración percibida por los administradores respecto al resto de profesionales.

Los elevados incentivos recibidos por los CEO pueden ser una evidencia del conflicto existente entre agentes y principales en la gestión de las corporaciones empresariales, donde se constata el importante poder adquirido por los primeros en el establecimiento de un sistema de compensación por encima de los rendimientos o mejoras producidas en otros ámbitos de la estructura de personal de la empresa o de las ganancias de la entidad.

Los datos anteriores evidencia que de manera probable el mercado agente – principal no actúa en un entorno de competencia perfecta concentrándose el poder de mercado en algunas manos de los participantes. Una alternativa de solución proviene del uso de la información financiera, tal y como sucede desde el año 2018 en el caso de entidades cotizadas en el mercado norteamericano, donde debe revelarse la compensación total del CEO junto con la compensación total anual media de todos los empleados que no sean CEO, presentando la proporción de compensación del CEO respecto a los trabajadores. Todo ello en línea con el conjunto de propuestas realizada desde los diferentes códigos de buen gobierno que sirven de referencia para las entidades cotizadas.

Desde el punto de vista de la teoría de los contratos las aportaciones de Hart y Holmström resultan especiales, y aportan luz sobre el funcionamiento de las relaciones comerciales y de la evolución de la actividad económica. En el caso de la teoría de los contratos óptimos Holmström declara la posibilidad de establecer todas las condiciones y posibilidades de una relación, tomando como referencia los pagos por rendimientos, y la dificultad existente en la práctica. Por su parte, Hart asume que la renegociación existente es una evidencia de la imposibilidad de incorporar, en algunas relaciones, todas las posibles contingencias derivadas de la actividad económica. Construye su modelo sobre la base de los derechos de propiedad y decisión que dan poder a la parte que posee estos en una situación de negociación a posteriori.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- Ahn TS, Hwang I, Kim M-I (2010). The impact of performance measure discriminability on ratee incentives. *Acc Rev* 85(2):389–417
- Baker, G., Gibbons, R. and Murphy, K.J. (1994). Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts. *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 1125-1156.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*; summer; 17, 3.
- Bebchuk and Jackson, (2004). Stealth Compensation via Retirement Benefits, 2 *BERKELEY BUS L.J.* 291
- Benchuck & Jackson, Jr. (2005). Executive Pensions, 30 *J. Corp.* 823
- Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried (2004). *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004.

- Bebchuk, L. A. Fried, J. M. (2006). Pay without performance: Overview of the issues. *The Academy of Management Perspectives*, 20(1), 5-24.
- Bertrand y Mullainathan (2001). Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 116, Issue 3, August, Pages 901–932.
- Brumback, G. B. (2006). Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation. *Personnel Psychology*, 59(4), 975-980.
- Bol J.C (2008) Subjectivity in compensation contracting. *J Acc Lit* 24:1–27
- Byrd, J., & Hickman, K. (1995). Pay for performance: Does disclosure matter? *Managerial Finance*, 21(2), 24.
- Canice Prendergast (1999). The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 1 (Mar.), pp. 7-63 American Economic Association
- Chevalier, J.; Ellison, G. (1997). Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167-1200.
- Clifford, S. (2017). *The CEO Pay Machine: How It Trashes America and How to Stop It*. New York: Penguin Random House.
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica* 4, 386 – 405.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2018). *Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2017*, Barcelona.
- Conyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *The Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44.
- Cordeiro, J., He, L., Conyon, M., & Shaw, T. (2016). Chinese executive compensation: The role of asymmetric performance benchmarks. *The European Journal of Finance*, 22(4-6), 484-505.
- David Parthiban, Rahul Kichar & Edward Levitas. The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation, 41. *Academic Management*, 200 (1998)
- Eugene F. Fama (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm *Journal of Political Economy* Vol. 88, No. 2 (Apr.), pp. 288-307
- Frederiksen A, Lange F, Kriechel B (2017). Subjective performance evaluations and employee careers. *J Econ Behav Organ* 134:408–429
- Gómez, J.P. (2019). Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017 en Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Boletín de la CNMV*, Trimestre I.
- Grossman, S. J. and Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, McCall, J.J. (ed.), University of Chicago Press.
- Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1983). An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica*, 51, 7-45.
- Guo, L., Jalal, A., & Khaksari, S. (2015). Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(3), 609-639.

- Hart, O. and J. Moore (1999). Foundations of incomplete contracts. *Review of Economic Studies* 66 (1), 115 – 138.
- Haratzell, J.C. & Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, vol. 58, issue. 2351 – 2374
- Hayes, R. M., & Schaefer, S. (2000). Implicit contracts and the explanatory power of top executive compensation for future performance. *The Rand Journal of Economics*, 31(2), 273-293.
- Holmström (1979). *Moral Hazard and Observability*. *Bell Journal of Economics*, 10, pp 74 – 91
- Holmström (1982). Moral Hazard in Teams, *The Bell Journal of Economics*. Vol. 13, No. 2 (Autumn, 1982), pp. 324-340
- Holmström y Milgrom (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. *Econometrica*, Vol. 55, No. 2. (Mar., 1987), pp. 303-328.
- Holmstrom, B. and Milgrom, P. (1991). Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 7, 24-52.
- Holmström y Milgrom (1994). The Firm as an Incentive System. *The American Economic Review* Vol. 84, No. 4 (Sep., 1994), pp. 972-991
- Holmström (1999). Managerial Incentive Problems: a Dynamic Perspective. *The Review of Economic Studies*, Vol. 66, No.1, Special Issue: contracts (Jan) pp. 169 - 182
- Jay C. Haratzell & Laura T. Starks. Institutional Investors and Executive Compensation, 58. *Journal of Finance*, 2351 (2003)
- Jouber, H., & Fakhfakh, H. (2012). Pay for luck: New evidences from the institutional determinants of CEOs' compensation. *International Journal of Law and Management*, 54(6), 485-507.
- Kampkötter P, Sliwka D (2017). More dispersion, higher bonuses? The role of differentiation in subjective performance evaluations. *J Labor Econ*
- Knoeber, Charles R (1989). A Real Game of Chicken: Contracts, Tournaments, and the Production of Broilers. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1989, vol. 5, issue 2, 271-92
- Knoeber, Charles R. and Thurman, Walter N. (1994). Testing the Theory of Tournaments: An Empirical Analysis of Broiler Production. *Journal of Labor Economics* Vol. 12, No. 2 (Apr., 1994), pp. 155-179
- Kramer, O. (2005). Pay without performance: The institutional shareholder perspective. *Journal of Corporation Law*, 30(4), 773-776.
- Lazear, E. and Rosen, S. (1981). Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.
- Marianne Bertrand & Sendhil Mullainathan (2000). Agents with or without principals. *American Economic Review*, May, 2000, at. 203
- McConvill, J. (2006). Executive compensation and corporate governance: Rising above the "pay-for-performance" principle. *American Business Law Journal*, 43(2), 413-438.

- Mirrlees, J.A. (1974). "Notes on Welfare Economics, Information, and Uncertainty "in Balch, McFadden, and Wu , eds., *Essays on Economic Behavior under Uncertainty* Amsterdam: NorthHolland Publishing Co., 1974
- Mirrlees, J.A.. (1976) "The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization." *The Bell Journal of Economics*, Vol. 7, No. 1 (Spring 1976), pp. 105-131.
- Mirrlees, J.A. (1999). *The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behaviour: Part I* *The Review of Economic Studies* Vol. 66, No. 1, Special Issue: Contracts (Jan), pp. 3-21
- Mishel., L y Schieder, J. (2018). CEO Compensation surged in 2017. Economic Policy Institute – Washington, DC. Visto en epi.org/152123
- Moers F (2005). Discretion and bias in performance evaluation: the impact of diversity and subjectivity. *Acc Organ Soc* 30(1):67–80
- Murphy (1985). *Tourism. A Community Approach*. New York-London: Methuen.
- Olivencia (1995). Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (Código Olivencia). Comisión Nacional del Mercado de Valores disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx>
- PriceWaterhouseCoopers (2018) *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*. Novena edición. Noviembre. Acceso realizado el 21 de junio de 2019. Disponible en: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/consejos-y-buen-gobierno/consejos-administracion-2018.pdf>
- Rosen, S. (1986). The Theory of Equalizing Differences. In: Ashenfelter, O.C. and Layard, R., Eds., *The Handbook of Labor Economics*, Vol. 1, North-Holand, Amsterdam, 641-692.
- Rosenbaum, J. E. (1979). Tournament mobility: career patterns in a corporation. *Administrative Science Quarterly*, 24, 220-242.
- Securities and Exchange Commission (SEC). 2015. "SEC Adopts Rule for Pay Ratio Disclosure: Rule Implements Dodd-Frank Mandate While Providing Companies with Flexibility to Calculate Pay Ratio" (press release no. 2015-160), August 5, 2015.
- Trapp, I & Trapp, R (2019). The psychological effects of centrality bias: an experimental analysis. *Journal of Business Economics*; March 2019, Volume 89, Issue 2, pp 155–189
- Vladimir Smirnov; Andrew Wait *Contracts, incentives and organizations*: Hart and Holmström Nobel Laureates June 2, 2017, University of Sydney. WP @ ssrn.com
- Williamson, O. (1979). Transaction-cost economics: The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics* 22 (2), 233- 261.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press.