

REVIST@ e - *Mercatoria* Volumen 12, Número 1 (enero - junio 2013)  
(Rev. e-mercatoria)

LA REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES SOCIETARIOS CON  
POSTERIORIDAD AL 2007. ENTRE REGULACIÓN Y  
AUTORREGULACIÓN<sup>♦1</sup>

Fabio Bonilla Sanabria<sup>2</sup>

**Resumen**

En este documento se analiza la aparentemente excesiva remuneración que reciben los administradores societarios como un posible síntoma de una falla en el gobierno societario. Además de presentar un breve contexto histórico, se revisan las más recientes respuestas que en el derecho comparado (principalmente se toma como referencia Europa y Estados Unidos) se han adoptado y que usualmente se debaten entre medidas regulatorias y de autorregulación. Sin duda, en el último lustro parecen tener un mayor auge las medidas de regulación estatal, al parecer por llamados de la opinión pública para que los reguladores actúen.

Si bien el artículo no se refiere de manera específica al ordenamiento jurídico y a la realidad empresarial colombiana, las consideraciones que en el documento se hacen no son impertinentes toda vez que como fruto de la tendencia de globalización de la economía local, las prácticas empresariales de empresas extranjeras y multinacionales se pueden aplicar (y de hecho se aplican ya) a las sucursales o a empresas vinculadas que estas puedan tener en Colombia.

**Palabras clave:** Gobierno societario, remuneración de administradores, conflictos de interés, regulación y autorregulación.

**Abstract**

This paper studies the seemingly excessive directors' remuneration as a possible symptom of corporate governance failures. Presenting a brief historical context, the paper refers to the recent responses taken (mainly referring to Europe and the US) and that usually debate from government regulation and self-regulation. Without a doubt, the last five years seem to favour the former over the latter due to an increasing public pressure on regulators to act regarding this matter.

---

♦ Este artículo fue presentado a la revista el día 7 de abril de 2013 y fue aceptado para su publicación por el Comité Editorial el día 6 de junio de 2013, previa revisión del concepto emitido por el árbitro evaluador.

<sup>1</sup> Este artículo hace parte de los resultados de la Línea de Investigación “De la Empresa” del Grupo de Investigación “Derecho Comercial Colombiano y Comparado” de la Universidad Externado de Colombia registrado ante Colciencias.

<sup>2</sup> Abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. LLM in International Business Law, UCL. Colombia. [fabio.bonilla@uexternado.edu.co](mailto:fabio.bonilla@uexternado.edu.co)

Even though the paper does not refer in particular to the Colombian legal regimen and business environment, the ideas presented are not misplaced since as a consequence of the globalized tendency of the local economy corporate practices from multinationals and foreign companies can be applied (and are in fact being applied) to their branches or subsidiaries incorporated in Colombia.

**Key words:** Corporate governance, directors' remuneration, conflicts of interest, regulation and self-regulation.

### Sumario

1. Identificación del tema a tratar.....	257
2. Estructura y negociación de los esquemas de remuneración de los administradores societarios .....	263
3. Problemas que evidencia la remuneración de los administradores societarios 266	
4. La respuesta regulatoria.....	271
5. La regulación posterior a la crisis.....	274

## 1. Identificación del tema a tratar

El tema de la remuneración que reciben los administradores de sociedades no es un tema de análisis nuevo para el mundo financiero y tampoco para el derecho de la empresa. Es más, se ha cuestionado por algunos la pertinencia de enfocarse en la remuneración de los administradores societarios por considerarlo un tema fundamentado más en el sensacionalismo que en justificaciones objetivas. Ante las críticas acerca de los altos montos que reciben los administradores ejecutivos de algunas empresas se ha dicho que en realidad existen otras profesiones con remuneraciones más elevadas, como abogados, estrellas de cine o deportistas; sin embargo, los administradores societarios se han convertido en el caso más citado en las discusiones acerca de los excesos del modelo capitalista<sup>3</sup>. Ahora bien, consideramos que si el hecho de que los montos percibidos por los administradores parezcan exagerados no es razón suficiente para estudiar el tema, sí lo es que detrás de ello se puede encontrar un problema de gobierno societario que merece un análisis más detallado. En este documento, entonces, tomamos la situación de la remuneración de los administradores como un posible síntoma de una falla en el gobierno de la sociedad, pues no resulta del todo claro que si la remuneración pretende servir de incentivo para un manejo de la sociedad que alinee los intereses de accionistas y administradores, en años recientes hayan sido los accionistas los afectados con los malos resultados de las empresas, mientras que los administradores no sufren directamente estas consecuencias.

Así, tenemos que en la última década, y en especial con posterioridad a la crisis del año 2007, la producción académica y periodística sobre este tema de la remuneración de los administradores ha sido prolífica. El presente documento, además de hacer unas anotaciones a modo de breve recuento histórico, una vez evidenciada la problemática presenta algunas de las más recientes respuestas regulatorias que se han venido adoptando en el derecho comparado, respuestas que ante la falta de certeza sobre la mejor solución aplicable se siguen debatiendo entre medidas regulatorias y de autorregulación, en donde las primeras han tenido auge recientemente, justificado ello, en parte, por los llamados a la intervención regulatoria que el tema parece causar.

En el presente trabajo no se hará una referencia directa al ordenamiento jurídico colombiano, entre otras circunstancias debido a la ausencia de datos estadísticos para enriquecer el estudio.<sup>4</sup> No obstante, en la medida que Colombia se encuentra en un

---

<sup>3</sup> S. Bainbridge. *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, 2012.

<sup>4</sup> La dificultad para estudiar el tema desde la perspectiva colombiana creemos que puede estar determinada por las condiciones socio-culturales de nuestro medio. En Colombia, hablar de la cantidad de dinero que una persona recibe como remuneración no es algo usual. Las consideraciones de privacidad y seguridad podrían justificar la ausencia de datos estadísticos. Se encuentran casos excepcionales de información disponible en sociedades extranjeras o con inversionistas extranjeros, como sucede con Pacific Rubiales, sociedad canadiense con operaciones en Colombia y en donde la información disponible

proceso cada vez más acelerado de inmersión global, las implicaciones comparadas de este tema no resultan en absoluto ajenas a nuestra realidad. Por el contrario, la posibilidad de que las prácticas de gobierno societario de empresas extranjeras se extiendan a sus sucursales o filiales en Colombia son, por decir lo menos, esperables, y es más, ya se vienen presentado, pues el número de sucursales y empresas de capital extranjero en Colombia ha aumentado perceptiblemente en los últimos años. Esperamos, por tanto, que las consideraciones que se hacen a continuación resulten pertinentes y oportunas.<sup>5</sup>

#### **a. El crecimiento estadístico de la remuneración de administradores**

A modo de ilustración acerca del análisis de la remuneración de los administradores durante los últimos años (¿décadas?) en los principales mercados de capitales del mundo, a continuación citamos como referencia los datos de un estudio hecho en Estados Unidos durante el periodo 1993-2003 con base en la información de empresas que cotizaban en el mercado público de valores con una capitalización de por lo menos US\$ 50 mil millones.

**Tabla 1**

Monto total de la remuneración recibida por los administradores ejecutivos de sociedades que cotizan en el mercado de valores de Estados Unidos (1993-2003) (en miles de millones de dólares)

1993-2003	US\$212
1993-1997 (5 años)	US\$68
1999-2003 (5 años)	US\$122

Fuente: L. Bebchuk y Y. Grinstein, "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, 2005, pp. 283-303.

La Tabla 1 indica que en el periodo 1999-2003 se presentó un incremento de casi el doble en el nivel de remuneración de los administradores de las empresas analizadas. Históricamente, este periodo coincide con el crecimiento de las empresas cuyo objeto de

---

a sus accionistas para las reuniones de asamblea ordinaria incluye lo correspondiente a la compensación de sus administradores. Al respecto ver el informe del año 2011 disponible en [http://www.pacificrubiales.com/Archivos/investor/ASAMBLEA\\_MAYO\\_31\\_DE\\_2011.pdf](http://www.pacificrubiales.com/Archivos/investor/ASAMBLEA_MAYO_31_DE_2011.pdf)

<sup>5</sup> Consideraciones en cuanto a la remuneración de los directores de Pacific Rubiales fueron mencionados en la prensa local recientemente (revista *Dinero*, enero de 2012). Igualmente, en la investigación que se encuentra en curso en la Contraloría General de la Nación por el manejo de Saludcoop, según los reportes periodísticos, el pliego de cargos incluye consideraciones acerca del uso de los fondos parafiscales para el pago de salarios y bonificaciones de directivos. Cfr. <http://www.semana.com/nacion/articulo/los-siete-pecados-saludcoop/258869-3>

negocios utilizaba como herramienta los desarrollos de Internet, lo que en algún momento fue denominado “el *boom* de las empresas punto com”.

**Tabla 2**

Incremento de las ganancias operacionales de las mismas sociedades (1993-2003)  
(porcentaje)

1993-2003	6.6%
1993-1997 (5 años)	5.2%
1999-2003 (5 años)	8.1%

Fuente: L. Bebchuk y Y. Grinstein, “The Growth of Executive Pay”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, 2005, pp. 283-303.

En la Tabla 2 se muestra que el pago de US\$ 68 mil millones durante el periodo 1993-1997 representó para las empresas objeto de análisis un incremento en sus ganancias operacionales del 5.2%, mientras que el pago a sus administradores durante el periodo de 1999-2003, el cual ascendía a casi el doble del valor pagado en el quinquenio anterior, les representó ganancias de tan solo un 8.1%.

Comparando los datos arrojados por las tablas 1 y 2, pareciera encontrarse de manera preliminar la inexistencia de una correspondencia entre el incremento de los valores pagados como remuneración a los administradores de las sociedades analizadas y el incremento en sus utilidades operacionales para el mismo periodo. Por lo tanto, bajo este análisis, podría aceptarse que una reducción de los niveles de remuneración, sin que se afectaran los incentivos para la administración, no tendría un impacto en el desempeño de la sociedad y, por el contrario, sí tendría un impacto sustancial en las utilidades operacionales de dichas sociedades.<sup>6</sup>

Como se puede ver, la remuneración de los administradores como tema de estudio no es nuevo. La búsqueda de culpables con posterioridad a las crisis económicas y financieras ha hecho que vuelva a ser tema de interés, y en el caso de la crisis financiera de 2007 numerosos analistas señalaron los excesivos niveles de remuneración percibidos por los administradores de las sociedades del sector financiero como uno de los elementos que configuraron la llamada “tormenta perfecta” que causó la Gran Crisis Financiera (ya encontrada en algunos artículos académicos con su sigla propia, GCF),<sup>7</sup> y cuyos efectos aún padece la economía global. La situación ha reflejado una resistencia particular a las críticas y cuestionamientos que se han hecho, y salvo consideraciones económicas, y en ocasiones a pesar de ellas, los niveles de remuneración de los directores o

<sup>6</sup> L. Bebchuk y J. Fried. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004.

<sup>7</sup> P. Yeoh. “Who’d be a Director?”, en *Business Law Review*, 33, 7, July 2012.

administradores ejecutivos de las empresas, en especial en el sector financiero, mantienen una tendencia al alza. No obstante, reiteramos que nuestra atención al tema se justifica no en razón de los montos sino por la eventual existencia de un conflicto de interés en el establecimiento de la remuneración, lo que conduce a que se den casos de remuneraciones que no se justifican en los resultados de la administración.

### **b. El fenómeno de la “primavera de los accionistas”**

De manera reciente, y en referencia a la denominada “Primavera árabe” que tuvo comienzo en los países del Medio Oriente a finales del año 2010, se ha adoptado el término de “Primavera de los accionistas” para referirse a los casos de asambleas de accionistas proactivas que han expresado públicamente su desacuerdo con las prácticas de remuneración de las sociedades de las cuales son miembros, con la intención de buscar un cambio en sus políticas de administración.

Justamente, en un debate patrocinado por el Banco Mundial que tenía como tema central discutir si la compensación o remuneración de los administradores ejecutivos de las empresas había ocasionado la crisis,<sup>8</sup> uno de los participantes del debate puso de presente la existencia de un estudio reciente<sup>9</sup> según el cual existe una gran disparidad en los niveles de compensación entre las personas que trabajan en el sector financiero y personas con calificaciones equivalentes que trabajan en otros sectores de la economía. El mismo participante anotaba que la última vez que la disparidad alcanzó niveles similares fue justo antes de la Gran Depresión de los años treinta. Ahora bien, de vuelta a los casos de asambleas de accionistas en las que el tema de la remuneración se convirtió en un tema controversial, corresponden estos a sociedades que se vieron sustancialmente afectadas por la recesión económica, algunas de las cuales fueron incluso objeto de rescate con dineros públicos.<sup>10</sup> Si bien primordialmente las empresas afectadas pertenecían al sector bancario y asegurador, los descontentos en asambleas de

---

<sup>8</sup> “The AAF Virtual Debates: Has executive compensation contributed to the financial crisis?”, en <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/the-aaf-virtual-debates-join-rene-stulz-and-lucian-bebchuk-in-a-debate-on-executive-pay> Acceso: junio 26 de 2012.

<sup>9</sup> T. Philippon y A. Reshef. *Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14644, en <http://www.nber.org/papers/w14644> January 2009.

<sup>10</sup> El banco comercial inglés Barclays Bank fue beneficiario de acciones de salvamento de parte del gobierno británico tras los efectos de la crisis financiera de 2007. Desde entonces, grupos de inversionistas venían expresando su preocupación por los montos que habían alcanzado las partidas de remuneración de sus administradores ejecutivos. Para el año 2011 se requerían más de £2 mil millones para pagar ese gasto. Comparativamente, el pago de dividendos a los accionistas para el mismo año fue de £725 millones.

En el caso de la remuneración del Director Ejecutivo, la suma ascendía a £25 millones, incluyendo una compensación por el pago de impuestos a que se vería obligado por su traslado de Nueva York a Londres. Como respuesta a la presión pública a la que fue sometido por los accionistas y por el mismo gobierno (Barclays es receptor de dineros del fisco inglés), decidió renunciar voluntariamente al 50% del bono al que tenía derecho. Ver “Barclays chief to defer part of bonus”, *FT*, April 19, 2012.

accionistas fueron extendiéndose también al sector financiero privado, e incluso a empresas multinacionales del sector real.<sup>11</sup>

El caso de Citibank es uno de los ejemplos más sonados. Durante el primer semestre de 2012, la administración de Citigroup presentó ante su asamblea de accionistas el plan de remuneración para sus administradores ejecutivos. Para 2012, la remuneración del Director Ejecutivo de Citibank ascendió a US\$ 15 millones, incluyendo salario, bono en dinero, acciones diferidas y dinero en efectivo cuyo pago se difería en el tiempo. Este paquete de remuneración fue votado negativamente por los inversores del banco durante la reunión de asamblea en la cual fue propuesto, por considerar que durante el ejercicio inmediatamente anterior el desempeño de la sociedad no justificaba los pagos pretendidos.

Este no fue el único caso, lo propio ocurrió en el banco de inversión suizo UBS,<sup>12</sup> en aseguradoras como AVIVA,<sup>13</sup> en General Electric, en empresas del sector minero como Glencore (con presencia en Colombia) y en la agencia internacional de publicidad WPP, cuyo Director Ejecutivo defendió públicamente la remuneración recibida considerando que se encontraba dentro de los parámetros ya establecidos por el mercado.<sup>14</sup>

De los casos comentados, encontramos una tendencia más o menos definida consistente en un rechazo mayoritario a los paquetes de remuneración propuestos ante la asamblea; sin embargo, al mismo tiempo se encuentra la existencia de un apoyo casi unánime a los

---

<sup>11</sup> La justificación de una intervención estatal se justificaría de forma diferente en las actividades que tengan de por medio un interés público, así por ejemplo, en la actividad de banca comercial y en los casos de salvamentos con dineros públicos; la intervención regulatoria directa no se justifica tan fácilmente en los casos de empresas privadas, salvo cuando se trata de prevenir comportamientos de mercado que amenacen la estabilidad del sistema económico.

<sup>12</sup> La Junta Directiva de UBS, banco suizo con presencia en todos los continentes y con operaciones en Bogotá, en mayo de este año hizo un anuncio a sus banqueros senior acerca de la intención del grupo de aumentar las políticas de pago con el fin de retener y atraer a nuevos talentos tras la deserción de varias personas de su banco de inversión en Estados Unidos. Tras el anuncio, algunos inversionistas accionistas del banco expresaron públicamente su desacuerdo con la medida anunciada considerando que no se encontraba justificada en los resultados económicos de la sociedad: la acción del banco había perdido alrededor del 25% de su valor durante el año anterior y había sido víctima de pérdidas de £2 mil millones debido a transacciones fraudulentas. Las propuestas sometidas a consideración de la Asamblea de Accionistas no obtuvieron el respaldo de la mayoría de la asamblea, aunque, al igual que en Estados Unidos, en el Reino Unido, sede de UBS, el voto de los accionistas (*say on pay*) tampoco es vinculante. Paradójicamente, el aumento de la remuneración de los administradores y la del Director Ejecutivo del banco fueron aprobadas por una mayoría estrecha mientras que la continuidad del Director Ejecutivo fue aprobada de manera casi unánime.

<sup>13</sup> En la reunión de accionistas de Aviva de 2012, el 54% de los accionistas de la aseguradora rechazó el informe de remuneración presentado por el Comité de Remuneración, en un año en que el dividendo de la sociedad se redujo en un 21% y el valor de la acción en los mercados de valores lo hizo en un 62%.

<sup>14</sup> En el caso de esta empresa, el plan de remuneración sería rechazado; no obstante, los miembros de la Junta Directiva y el Director Ejecutivo fueron reelegidos con mayorías en algunos casos del 98% de los votos presentes. Ver “Resultados de la votación de la Asamblea General de Accionistas de la sociedad WPP del 13 de junio de 2012”, disponible en <http://www.wpp.com/wpp/press/press/default.htm?guid={84e3b8c4-4f0e-451f-a203-809c08c22a35}>  
Acceso: 14 de junio de 2012.



administradores de esas sociedades. De esta forma, si bien la extensión del debate a múltiples sectores empresariales permite pensar que se trata de una problemática común a las empresas, el mismo no refleja necesariamente un rechazo a la función de administración, sino a los montos de remuneración, o a la forma en que se establecen los mismos.

### **c. Algunas precisiones en cuanto al concepto de administrador**

Una constante en el estudio comparado de un tema como el de la remuneración de los administradores es justamente la ausencia de uniformidad conceptual frente a lo que se entiende por administrador, esto debido al uso periodístico del término. Este tema, de por sí, merecería ser considerado con mayor detenimiento. Sin embargo, no es el propósito de este documento, por lo que resulta suficiente, para nuestros propósitos, adoptar la noción de administrador como órgano de la sociedad que deriva sus funciones y alcance de su responsabilidad de la habilitación legal y estatutaria que le corresponde.<sup>15</sup> El concepto de administrador adquiere una consideración particular pues usualmente es el órgano que tiene la autoridad de comprometer el nombre de la sociedad ante terceros, y que, en ejercicio de sus funciones, debe buscar la protección del interés de la sociedad, con las dificultades propias de la determinación de este concepto.<sup>16</sup>

Berle y Means<sup>17</sup>, al ocuparse de la separación existente entre la propiedad del capital social y el control en su manejo, identifican una característica principal de las sociedades como instrumento de inversión dado que la propiedad de una parte del capital social no implica necesariamente responsabilidades de administración. Esa administración en el modelo de la sociedad de capital corresponde a terceros

---

<sup>15</sup> La discusión acerca de la naturaleza jurídica de las facultades de los administradores, esto es, si entendidos como agentes o representantes de la asamblea o como órgano independiente con sus propias funciones, se concreta en la distinción entre una potencial relación de representación y una de división de funciones que en el derecho inglés se encuentra explicada en el caso ya centenario *Automatic Self Cleansing Filter Syndicate Co v. Cuninghame*, en donde los estatutos de la sociedad otorgaban un poder a los administradores de vender los bienes de la sociedad en el interés de la sociedad y estos utilizaron esa facultad para rechazar las instrucciones dadas por los accionistas en una asamblea para vender ciertos bienes en condiciones económicas que no beneficiaban de forma particular a la sociedad. Ante la discusión acerca de si los administradores podían desconocer las instrucciones de la asamblea, el juez del caso resolvió diciendo que dado que los administradores no son representantes de la asamblea sino un órgano de la sociedad, no le debían una relación de subordinación a aquellos y sus facultades se encontraban sujetas a la ley y los estatutos, que expresamente justificaban la forma en que actuaron.

<sup>16</sup> Acerca del concepto de interés social en Colombia se recomienda la lectura de P. Córdoba Acosta. *Interés social y gobierno de la sociedad anónima en Colombia: (órganos, accionistas y administradores)*, tesis doctoral, Universidad Externado de Colombia. Desde la perspectiva inglesa ver J. Lowry. "The duty of loyalty under section 172 of the Companies Act 2006: Bridging the accountability gap through efficient disclosure", en *Cambridge Law Journal* 607, 2009.

<sup>17</sup> A. Berle y G. Means. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

profesionales quienes en ejercicio de su función asumen unos deberes legales especiales.

Al interior de la Junta Directiva o de Administración, se diferencia entre miembros ejecutivos y no ejecutivos. La diferencia se presenta en términos prácticos, pues se entiende que es diferente la posición de un administrador cuya remuneración, si es que llega a recibir alguna, se da por honorarios o por su asistencia a reuniones, mientras que el administrador ejecutivo ejerce una posición de manejo o de ejecución de la voluntad social, sea que lo haga o no de tiempo completo, y por ello recibe un salario. Mencionábamos que la diferencia existe en términos prácticos porque la ley<sup>18</sup> y la jurisprudencia<sup>19</sup> (en el Reino Unido) trata las dos figuras como equiparables dado que en ambos casos los deberes en la ejecución de las funciones son los mismos. No obstante, una diferencia sustancial que ha adquirido la clasificación en administradores ejecutivos y no ejecutivos se da en razón de la aparente mayor independencia que estos representan frente al manejo de la sociedad. Conforme a ese razonamiento, en la medida que son considerados independientes, los administradores no ejecutivos se consideran como los más apropiados para tomar decisiones que involucran transacciones en conflicto de interés; la posición más independiente de los administradores no ejecutivos es considerada como una mayor garantía de un adecuado gobierno de la sociedad.

Pasaremos ahora a revisar la estructura de los paquetes de remuneración de los administradores societarios y la forma en que se llega a la aprobación de los mismos.

## **2. Estructura y negociación de los esquemas de remuneración de los administradores societarios**

De manera previa al análisis de las dificultades que presentan los esquemas de remuneración de los administradores societarios, resulta pertinente hacer unas breves anotaciones en cuanto a la estructura que normalmente los caracteriza. De entrada, debe anotarse que la explicación se hace en términos de conceptos generales, dado que existen diferentes mecanismos que los hacen cada vez más complejos; así entonces, nos enfocamos en explicar la existencia de un elemento fijo y uno variable de los esquemas de remuneración, sin incluir asuntos particulares y controversiales como la inclusión de préstamos en condiciones beneficiosas a favor de los directores como forma de remunerar su actividad.

---

<sup>18</sup> Parte X Ley de Compañías del Reino Unido de 2006.

<sup>19</sup> *Dorchester Finance Co Ltd v. Stebbing* (1977).

En primer lugar y como se anunciaba, los esquemas o paquetes de remuneración de los administradores societarios pueden incluir un elemento fijo representado por un salario en dinero y/o en especie. Conforme a lo que se acuerde entre sociedad y administrador, este tendrá derecho a percibir su remuneración como contraprestación por el desarrollo de las actividades cotidianas que corresponden a la administración. Por esta razón, se trata de un elemento que usualmente se encuentra presente en la remuneración de los administradores ejecutivos, quienes administran cotidianamente el actuar de la sociedad.<sup>20</sup> Este elemento de la remuneración en realidad no cumple ningún papel especial en cuanto a la divergencia de intereses entre la sociedad y el administrador, por lo que no se considera que sea particularmente problemático desde el punto de vista del gobierno societario.

En segundo lugar, tenemos la existencia de un elemento variable. Este elemento surge precisamente como una alternativa al pretendido alineamiento de intereses entre el administrador y la sociedad que administra.<sup>21</sup> Dicha flexibilidad que se introduce en los esquemas de remuneración pretende otorgar un incentivo económico al administrador para que en el desempeño de sus funciones busque un beneficio para la sociedad que administra. Este elemento variable puede consistir en dos tipos de incentivos: de un lado están las opciones sobre acciones o pagos que tienen como referencia el valor de las acciones de la sociedad, de otro lado, las bonificaciones que se calculan con base en el cumplimiento de métricas de negocios específicas.

La remuneración en opciones sobre acciones de la sociedad y la remuneración directamente en acciones son dos modalidades que cumplen funciones de incentivo sustancialmente diferentes, pues mientras que la opción crea un incentivo a favor del administrador de modo que su remuneración aumenta solo si el valor de la acción de la sociedad incrementa su valor (lado positivo del incentivo), correlativamente no asume ningún riesgo en caso de que el valor de la acción disminuya (lado negativo del incentivo). Por el contrario, la remuneración en acciones, además de crear ese incentivo positivo, traslada igualmente al administrador el riesgo (aunque proporcional) de que el

---

<sup>20</sup> El cargo de administrador no ejecutivo solía ser una posición no remunerada, o remunerada conforme a la asistencia a reuniones o al desarrollo de actividades particulares. No obstante, con el incremento de funciones asignadas a este tipo de administradores, además de los requisitos de independencia que se han venido imponiendo, ha surgido la necesidad de compensar adecuadamente su trabajo, en especial si se otorgan funciones tan delicadas como el establecimiento y seguimiento de políticas de remuneración de la sociedad. Como se verá adelante, las normas buscan también crear incentivos económicos a favor de los administradores no ejecutivos.

<sup>21</sup> Al respecto ver Charles Elson. “Director Compensation and the Management – Captured Board. The History of a Symptom and a Cure”, en *Southern Methodist University Law Review*, vol. 50, p. 145, quien al respecto afirma: “*To ensure that directors will examine executive initiatives in the best interest of the Business, the outsider directors must become substantial shareholders. To facilitate this, directors’ fees should be paid primarily in company stock that is restricted as to resale during their term in office. No other form of compensation, which serves to compromise their independence from Management, should be permitted. The goal is to create within each director a personally based motivation to actively monitor Management in the best interest of corporate productivity and to counteract the oversight-inhibiting environment that Management appointment and cash-based/Benefit-laden fees create*”.

valor de la acción disminuya. Por esta razón, podría considerarse que si la intención del elemento variable de la remuneración consiste en alinear el interés de la sociedad (que según la tendencia más aceptada coincide con el interés de los accionistas<sup>22</sup>) con el interés del administrador, dicho resultado se logra de una mejor manera con la remuneración del administrador societario mediante acciones cuya negociación se encuentre restringida.<sup>23</sup>

La remuneración variable que tiene en cuenta bonificaciones que se calculan conforme al cumplimiento de metas cuantificables es un instrumento que puede ser particularmente útil en sociedades de gran tamaño en las que se busque compensar el desempeño de administradores de rango medio cuya función o responsabilidad en la sociedad es concreta y delimitada a un área específica, por ejemplo, el jefe de personal. No obstante, la utilización de bonificaciones ha sido objeto de críticas cuando se utilizan a favor de los administradores de un rango más alto como el representante legal (el Chief Executive Officer de la terminología anglosajona), pues ha llevado a la manipulación de los mecanismos contables con base en los cuales se calcula su valor. No obstante, los problemas en estos casos no se restringen a la manipulación de estados financieros, sino que también corresponden a situaciones como el establecimiento de metas muy bajas, la reducción de las metas ante la inminencia de no alcanzarlas, o el otorgamiento de bonificaciones relacionadas con operaciones de adquisición.<sup>24</sup>

Como se puede ver, el elemento variable sí juega un papel importante en el manejo del conflicto de interés que existe entre el administrador y la sociedad, y por eso es el que más llama la atención desde el punto de vista de la regulación del gobierno societario.

De otro lado, en cuanto a la forma a través de la cual se llega a una determinación de los paquetes de remuneración que la sociedad va a reconocer a sus administradores, esta función corresponde normalmente a la Junta Directiva,<sup>25</sup> órgano encargado de estructurar el plan de remuneración. En algunos casos, la estructuración del plan puede corresponder a comités *ad hoc* al interior de la junta designados para el efecto, y una

---

<sup>22</sup> F. Bonilla Sanabria. "CSR and CSR Reporting: Using Reporting as a Tool to Create Social Responsible Business", en *Revist@ E-mercatoria*, vol. 10, N° 2, Universidad Externado de Colombia, disponible en [www.emercatoria.edu.co](http://www.emercatoria.edu.co)

<sup>23</sup> Bainbridge. *Corporate Governance after the Financial Crisis*, cit., p. 94.

<sup>24</sup> *Ibíd.*, p. 113.

<sup>25</sup> Si bien desde el inicio de este documento se dejó claro que no se hace un análisis del problema a la luz del derecho colombiano, consideramos pertinente mencionar que en este punto, como en muchos otros, se evidencia la diferencia frente a la visión de la sociedad comercial en el derecho anglosajón, en donde por razones prácticas la dirección de la sociedad radica principalmente en la Junta Directiva (por lo menos desde el punto de vista teórico) y no en la Asamblea de Accionistas. En Colombia la remuneración de los miembros de la Junta Directiva como administradores corresponde a la asamblea conforme al artículo 184, N° 4, y lo mismo puede ocurrir con el Representante Legal si los estatutos así lo establecen. Esta diferente asignación de funciones se justifica en nuestra estructura de gobierno societario (por lo general cerrada y bastante concentrada) donde la Asamblea de Accionistas sigue siendo el órgano máximo con vocación de poder tomar las decisiones determinantes para el funcionamiento de la sociedad.

vez estructurado, el plan es presentado para su aprobación por la asamblea de accionistas.

Como se puede ver, los paquetes de remuneración de los administradores societarios son estructurados por otros administradores, y negociados entre el administrador a contratar y la Junta Directiva, lo que no sin razón ha llevado a que algunos sostengan<sup>26</sup> que estos paquetes se encuentran determinados por un modelo de negociación en el que los administradores influyen a su favor, y no conforme a un modelo de libre negociación entre la sociedad y el administrador, como se pensaría y lo sostienen otros autores.<sup>27</sup>

### 3. Problemas que evidencia la remuneración de los administradores societarios

Hasta el momento se ha puesto en evidencia que la remuneración de los administradores sociales representa la existencia de un asunto que merece la atención del derecho de sociedades y en particular del gobierno societario. Corresponde a continuación establecer cuál es o cuáles son los problemas o dificultades que presenta la remuneración de los administradores societarios conforme a las características ya anotadas, habiendo seleccionado los siguientes puntos.

#### a. La remuneración vs. El desempeño

En primer lugar, según lo alcanzamos a mencionar brevemente en la primera parte de este documento, existe una falta de correspondencia entre la remuneración de los administradores y el desempeño de las sociedades que administran. Es decir, los administradores reciben una compensación que parece no estar acorde con su desempeño.

El componente variable de la remuneración de los administradores, con base en el cual se le pretende dar flexibilidad al incentivo que este recibe puede encontrarse atado a índices como, por ejemplo, el valor de mercado de la acción de la sociedad. Esta situación implica que las variaciones de precio en el valor de la acción tienen un impacto directo en el monto de la remuneración del administrador, lo que puede llevar a situaciones en las que un administrador reciba una remuneración conforme a los movimientos generales de un mercado, pero sin que se tenga en cuenta la situación particular de la compañía que maneja. Así por ejemplo, el administrador de una sociedad que pertenece al sector minero, y que cotiza sus acciones en el mercado público, bajo un esquema de remuneración con componente variable atado al valor de la

---

<sup>26</sup> Bebchuck y Fried. Ob. cit.

<sup>27</sup> Bainbridge. Ob. cit., pp. 116-118. Ver también “In Defence of the Indefensible, Is Showering the Boss with perks good for Shareholders?”, *The Economist*, Dec. 2, 2004.

acción de la sociedad, podría tener un incremento en el valor de su remuneración no obstante haber implementado decisiones desfavorables para la sociedad que administra y que han implicado una desventaja frente a los competidores; en ese supuesto, el incremento se deberá al mayor valor de cotización de la acción que se vio afectado por un movimiento generalizado de las empresas del sector minero.

**b. La creación de incentivos para la asunción de riesgo excesivo: el riesgo moral**

Esta posición, defendida por académicos como Grant Kirkpatrick<sup>28</sup>, considera que una de las lecciones de la crisis financiera es justamente que los niveles de remuneración de administradores y cargos como los de corredores y banqueros sirvieron de incentivo a la toma de riesgos excesivos. En el mismo sentido, Richard Posner sostiene que la estructura de los paquetes de remuneración hizo que los administradores de sociedades del sector financiero se aferraran a la burbuja inmobiliaria previa a la crisis, esperando que en algún momento las cosas mejoraran.<sup>29</sup> No obstante, debe decirse que existen quienes sostienen que los niveles de remuneración no pueden ser considerados como un factor que llevó a la crisis pues, mientras que existe una relación causal entre crisis y remuneración excesiva en el sector financiero, según ellos no existe el mismo vínculo en otros sectores económicos.<sup>30</sup>

Si bien el punto es debatido, la posición de los entes reguladores parece ser la primera. Así, el *Financial Stability Board* (grupo creado por los Ministros de Finanzas y los Banqueros Centrales de los países del G7) llegó a la conclusión de que los esquemas de remuneración cuyo componente principal estaba representado en elementos variables como los bonos habían generado incentivos perversos para la asunción de riesgos.<sup>31</sup> Los esquemas que utilizaban estos instrumentos, no solo no tenían ningún tipo de relación con el desempeño del administrador, tampoco lo tenían frente a los niveles de riesgo que se estaban transfiriendo a la sociedad. La consecuencia de ello fue que las sociedades que utilizaban estos esquemas comprometieron su patrimonio de modo que posteriormente no estuvieron en capacidad de absorber las pérdidas causadas por la

---

<sup>28</sup> G. Kirkpatrick, "The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis", en *Financial Markets Trends*, vol. 2009/1, OECD.

<sup>29</sup> Ver Posner-Becker blog, comentario sobre el libro *A failure of Capitalism*, Harvard University Press, 2009.

<sup>30</sup> P. Mulbert. "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis: Theory, Evidence, Reforms" (April 2010), ECGI - Law Working Paper No. 130/2009, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1448118> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1448118>

<sup>31</sup> Principles for Sound Compensation Practices, Financial Stability Forum, abril de 2009: "*Compensation practices at large financial institutions are one factor among many that contributed to the financial crisis that began in 2007. High short-term profits led to generous bonus payments to employees without adequate regard to the longer-term risks they imposed on their firms. These perverse incentives amplified the excessive risk-taking that severely threatened the global financial system and left firms with fewer resources to absorb losses as risks materialised. The lack of attention to risk also contributed to the large, in some cases extreme absolute level of compensation in the industry.*"

ocurrencia del riesgo asumido por los administradores y por el cual ya habían sido remunerados.

De esta forma, si la gestión de un administrador se remunera, por ejemplo, conforme a las utilidades del año inmediatamente anterior (definiendo un espectro de tiempo de corto plazo), dicha estructura crea un interés en cabeza de este para aumentar los criterios con base en los cuales se calcula su pago.<sup>32</sup> Por esta razón, ese interés particular en su remuneración pudo haber permitido que un administrador no considerara adecuadamente las implicaciones del riesgo que estaba transfiriendo a la sociedad. Ello más aún si se tiene en cuenta que si la sociedad no contaba con instrumentos adecuados para cubrir su posición en el evento futuro de que se materializara el riesgo de la transacción realizada por el administrador, como por ejemplo la posibilidad de volver a tasar o recuperar valores ya pagados al administrador, eso significaría que el administrador podría tomar una decisión teniendo en ella un interés personal, pero frente a la cual no tendría que asumir el costo directo en caso de equivocación. Al tratarse de una situación de ganancia para él, esto significa la pérdida del riesgo moral de los administradores frente a los riesgos asociados a sus decisiones de administración.

**c. Ausencia de criterios objetivos para establecer un nivel adecuado de remuneración**

El llamado *mercado de los administradores societarios* se encuentra afectado por fallas de información que no permiten la toma de decisiones económicas eficientes al momento de elegir a un administrador.<sup>33</sup> De un lado, se argumenta que las personas con experiencia evidenciable en la administración de sociedades y con la capacidad de obtener resultados favorables existen en un número reducido. De otro lado, los riesgos de una mala administración son tenidos como altamente indeseables (reducción de participación en el mercado, pérdida de costos de oportunidad, disminución del valor de la acción, pérdidas operacionales, etc.). Es bajo estas condiciones que una sociedad determina el precio que está dispuesta a pagar por un administrador. Claro está, la sociedad puede establecer requisitos mínimos objetivos en cuanto a las cualidades de la persona que busca, sin embargo, ¿cuáles son los criterios para cuantificar su actividad? Evidentemente no es sencillo establecer un precio para el trabajo de una persona, y mucho menos una regla aplicable a todo un mercado; los criterios que eventualmente son aplicables a un campo no necesariamente son transferibles a otras industrias, por lo que la principal referencia la constituye el valor que se paga a administradores de condiciones similares. Esta situación conduce a un aumento incremental de los salarios

---

<sup>32</sup> Hacerlo no es algo indeseable, es racional. Si se crea un incentivo viciado, el problema es del incentivo y no de la decisión moral del sujeto que la aplica.

<sup>33</sup> E. Lawler. "Outrageous Executive Compensation: Corporate Boards, Not the Market, Are to Blame", en <http://www.forbes.com/sites/edwardlawler/2012/10/09/outrageous-executive-compensation-corporate-boards-not-the-market-are-to-blame/>

de todos los administradores del sector financiero en una especie de *carrera a la cima*. El precio a pagar por un buen administrador se ha convertido, por ese camino, en un elemento especulativo.<sup>34</sup>

**d. La solución y el problema que causa: Los conflictos de interés de la remuneración**

Los denominados problemas de mandato en el derecho de sociedades corresponden a conflictos de interés propios de la estructura compleja que confluye en el esquema societario. A manera de resumen, tenemos que en el derecho de sociedades se clasifican estos conflictos de la siguiente manera:

- (i) Conflictos entre administradores y accionistas.
- (ii) Conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios.
- (iii) Conflictos entre accionistas y terceros.

En la medida que la sociedad involucra la existencia de intereses divergentes en su funcionamiento, es fácil identificar estos tres tipos de conflictos. Justamente esto da lugar a las pertinentes e interesantes consideraciones académicas en materia del interés social de la empresa. Se reconoce entonces que los diversos intereses involucrados en una sociedad pueden y en realidad suelen contraponerse, razón por la cual resulta necesario diseñar e implementar mecanismos que permitan alinearlos. El costo económico en que se incurre para poder lograr esa alineación se conoce técnicamente como “costo de mandato”.<sup>35</sup>

La remuneración que se reconoce a un administrador es, en sí misma considerada, un costo necesario para reducir el primero de dichos conflictos.<sup>36</sup> Los accionistas, que serían los principales de esta relación, están dispuestos a reconocer e incurrir en el costo de la remuneración como contraprestación por que el servicio de un tercero se haga en beneficio de la sociedad, pues de lo contrario el administrador no tiene un interés inherente para comportarse como si se tratara de asuntos propios.<sup>37</sup> La remuneración pretende entonces alinear el interés del administrador con el interés de la sociedad.

---

<sup>34</sup> “Pero estas comparaciones son insidiosas y, como enseña la práctica, terminan llevando a una subida general del nivel de remuneración más que a una valoración algo peor, pero más realista, del rendimiento concreto del miembro del órgano social”: K. Hopt (coord.). *Estudios de Derecho de Sociedades y de Mercado de Valores*, trad. S. Hierro Anibarro, Madrid, Marcial Pons, 2010. pp. 178 y 179.

<sup>35</sup> M. Jensen y W. Meckling. “The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 3 *Journal of Financial Economy*, 305, 1976.

<sup>36</sup> L. Bebchuk, A. Lucian y J. Fried. “Executive Compensation as an Agency Problem”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, 2003, pp. 71-92.

<sup>37</sup> Resulta apropiado un conocido pasaje de 1776 de Adam Smith al respecto: “*The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. [...] The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they*



No obstante, si se analiza de manera adecuada, a la vez que cumple esta función, la forma en que se establece esta remuneración crea nuevos conflictos de interés pues los administradores tienen cierta influencia sobre la sociedad y podrán ejercer esa influencia en el proceso de determinación de su remuneración. En ese sentido, resulta relevante la consideración hecha en líneas anteriores en el sentido de admitir que los paquetes de remuneración de los administradores no son acordados bajo un modelo de libre negociación entre el candidato y la sociedad y, por el contrario, la estructura de gobierno de las sociedades de capitales suele evidenciar la existencia de una gran influencia de parte de los administradores en la determinación de sus propios paquetes de remuneración.<sup>38</sup> Esto significa que los miembros de los comités de remuneración, o de la Junta Directiva encargados de estructurar y negociar tales esquemas, son a su vez administradores, por lo que enfrentan el mismo conflicto de interés que puede afectar la motivación de su conducta. El problema entonces no se debe a comportamientos individuales solucionables mediante la escogencia de personas con una idoneidad moral determinada. La estructura misma para llegar a la determinación de los paquetes de remuneración se encuentra limitada para cumplir su propósito. Los miembros de Junta Directiva enfrentan diferentes conflictos de interés derivados de circunstancias frecuentes de su entorno, por ejemplo, la posibilidad de ser reelegidos como miembros de junta, o el trato colegial o amigable que usualmente existe entre los miembros de la junta y el representante legal, comoquiera que es probable que los miembros de una junta sean, hayan sido o aspiren en un futuro a ser representantes legales de esa o de otra sociedad.

Estas limitaciones de carácter psicológico que se presentan en la negociación de los paquetes de remuneraciones se ha intentado contrarrestarlas mediante la implementación de incentivos a favor de aquellos miembros de la Junta Directiva encargados de estructurar los paquetes de remuneración. Así, los miembros de la junta reciben acciones de la sociedad al aceptar el cargo (si bien podrían también ser accionistas desde antes). De esta forma, se pretende crear un interés adicional en ese miembro de junta para que en su condición concurrente de accionista y administrador pueda equilibrar los efectos de su conducta. No obstante, este incentivo suele no ser sustancial ni suficiente para persuadirlos de actuar dando preferencia al interés de la sociedad y sus accionistas.<sup>39</sup>

---

*should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company": An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, University of Chicago Press, 1976, 264-265.*

<sup>38</sup> L. Bebchuk y J. Fried. "Pay without Performance: Overview of the Issues", en *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, No. 4, Fall 2005.

<sup>39</sup> Profesores como Bainbridge argumentan que este razonamiento no es convincente porque de todas formas las personas son adversas a perder; por eso, si un miembro de junta está expuesto al riesgo de perder, no importa la cantidad de la pérdida comoquiera que todas las personas son adversas a perder; si

#### 4. La respuesta regulatoria

Hasta acá parece entonces evidente que existe un problema, sin embargo, no es clara la forma de resolverlo. Se pasa a continuación a considerar las posturas académicas y algunos de los resultados normativos que se han producido con posterioridad a la crisis.

Habiendo considerado la remuneración de los administradores de sociedades como un asunto que primordialmente representa la existencia de un problema de mandato, Armour, Kraakman y Hansmann<sup>40</sup> enseñan que existen estrategias regulatorias mediante las cuales se puede buscar la corrección de cualquiera de estos problemas. Una de ellas consiste en la creación de reglas y estándares que restrinjan la conducta del representante de modo que no afecte el interés del principal; alternativamente, se puede recurrir a estrategias de gobierno de la empresa, entre las que se encuentra la revelación de información.

Así por ejemplo, Posner<sup>41</sup> reconoce la existencia de una ineficiencia en las políticas de remuneración de los administradores en sociedades abiertas en Estados Unidos, si bien considera que las medidas correctivas no deben ser implementadas por los Estados mediante leyes imperativas, pues no es aún claro en dónde se encuentra el problema, y consecuentemente tampoco la forma de corregirlo. Bajo estos supuestos, el riesgo de implementar una regulación inadecuada puede llegar a limitar la actividad económica, efecto no deseable en tiempos de recesión. Igualmente, considera que la regulación en este punto debería consistir en un esfuerzo global de armonización, pues de lo contrario los mejores administradores siempre tendrán la opción de acudir a un país en donde no existan las limitaciones impuestas.<sup>42</sup> Por lo tanto, Posner acepta únicamente una intervención regulatoria mediante la cual se impongan deberes de publicación o revelación de información sobre los niveles de remuneración, de modo que sean los interesados en dicha información los que hagan una adecuada defensa de sus intereses.

---

un miembro de junta está expuesto al riesgo de pérdida, la cantidad de la pérdida es irrelevante pues una persona racional buscaría una forma de evitar esa pérdida, y en el caso concreto tendría un incentivo para no permitir el establecimiento de una remuneración excesiva o inadecuada. Ver *Corporate Governance after the Financial Crisis*, cit. De otro lado, Bebchuk considera que otorgarle un participación del 0.01% en el capital social a un miembro de un Comité de Remuneración no es incentivo suficiente para contrarrestar los obstáculos psicológicos o de grupo que lo afectan. Ver *Pay for Performance: The Unfulfilled Promise*, cit.

<sup>40</sup> J. Armour, R. Kraakman y H. Hansmaan. *Agency Problems and Legal Strategies. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, R. Kraakman, Oxford University Press, 2009.

<sup>41</sup> “The Pay Czar and Compensation Issues. Posner’s Comment”, en Posner-Becker Blog, <http://www.becker-posner-blog.com> Acceso: 18 de septiembre de 2012.

<sup>42</sup> A modo de ejemplo, nos parece dicente que, de conformidad con lo publicado por la revista *Dinero* en enero de 2012, en un estudio del Centro de Alternativas Políticas de Canadá sobre los 100 directivos mejor pagados en dicho país, 20 de ellos trabajan para compañías con intereses en Colombia: ver <http://www.dinero.com/internacional/articulo/ejecutivos-pacific-rubiales-entre-20-mas-ganan-canada/142553>

Según esta opinión, el Estado carece del conocimiento particular de la situación de cada mercado y de cada empresa necesario para establecer mediante normas de carácter general los patrones de conducta que deberán seguirse para corregir el problema.

La anterior posición tiene como sustento fundamental la aplicación de la hipótesis de los mercados de capitales eficientes; según esta teoría económica, los mercados públicos como el de valores asimilan en un mayor o menor grado la información que se encuentra disponible, la cual se ve reflejada en el valor de los activos que en ellos se transan. En ese sentido, la eficiencia de dichos mercados opera en razón de la cantidad de información relevante disponible al público.<sup>43</sup> Por lo tanto, en el contexto del mercado de los administradores, en la medida que exista un mayor grado de información disponible, los interesados, es decir las sociedades en busca de un administrador, podrán de forma más eficiente establecer el valor óptimo que están dispuestas a pagar como remuneración por un administrador determinado.

Sin embargo, también existe un tipo diferente de revelación de información que ha sido llamado por Bainbridge “revelación de información terapéutica”; en este caso, el propósito de la revelación no es el de brindar información a terceros para que tomen decisiones informadas, sino el de buscar un cambio en el comportamiento de quienes revelan la información. De esta forma, al poner información disponible al público, se encuentra expuesta al escrutinio público. En el caso de la revelación de información que se relaciona con la remuneración de los administradores, en algunas oportunidades el requisito de publicación no otorga a los accionistas ninguna información que sea particularmente relevante para su toma de decisiones, si es que pueden tomar alguna al respecto, sino que busca someter a las sociedades que la publican al escrutinio periodístico y público, de modo que ante este riesgo reputacional voluntariamente decidan cambiar sus políticas de remuneración de forma que sean mejor recibidas por el público.<sup>44</sup>

La eficiencia de la revelación de información se encuentra necesariamente limitada, y en el caso de la revelación terapéutica podría incluso no ser siempre deseable. En primer lugar, considerando que son las estructuras de gobierno societario las que llevan a la inadecuada estructura de los esquemas de remuneración, la revelación de información promueve el valor de la transparencia como valor que es deseable en el manejo de los asuntos societarios. Sin embargo, dado que el funcionamiento de las asambleas de accionistas en ocasiones enfrenta dificultades como el problema de acción colectiva, o el poder de influencia de los administradores en la toma de decisiones de la asamblea, la

---

<sup>43</sup> Ver el análisis y la crítica de la teoría en J. Coffee Jr. ‘Market Failure and the Case for a Mandatory Disclosure System’. 70 *Va. L. Rev.* 717 1984.

<sup>44</sup> S. Bainbridge. Op. Cit. Pp. 34-36, quien cita una gráfica analogía de un afamado abogado de derecho bursátil estadounidense al decir: “*if every instance of adultery had to be disclosed, there would probably be less adultery*”.

sola revelación de información podría no ser suficiente.<sup>45</sup> Justamente, los críticos de esta medida consideran que la revelación de información es una forma de intervención regulatoria que en realidad traslada la toma de decisiones de fondo sobre un asunto a grupos que no necesariamente están en condiciones de tomarla.<sup>46</sup> De ahí la aplicación de medidas objetivas que introduzcan cambios tangibles, como el establecimiento de límites porcentuales a los montos reconocidos, o el diferir en el tiempo la posibilidad de hacer efectivas las opciones sobre acciones recibidas como parte de un paquete de remuneración, e incluso la posibilidad de recobrar los pagos hechos con fundamentos equivocados. De otro lado, en el caso de la revelación de información terapéutica, el poder de coacción del público puede ser una herramienta poderosa en algunos casos, pero no siempre está debidamente motivada. La implementación de medidas como respuesta a supuestos llamados del interés público, en sociedades que por su naturaleza son privadas y en donde no necesariamente existe una justificación de intervención regulatoria, puede ser ideológicamente problemática y traer consecuencias indeseadas.<sup>47</sup>

La discusión se remite a un punto previo y fundamental como es el tipo de regulación que se debe buscar. Se podría optar por un esquema de intervención directa por los Estados exigiendo, mediante reglas específicas, un comportamiento determinado, o de otro lado se podría favorecer la posibilidad de permitir que las iniciativas de autorregulación se encarguen de plantear soluciones aceptables. Los partidarios de la última forma de intervención regulatoria consideran que los *insiders* se encuentran en una mejor posición para poder adoptar medidas adecuadas para el corregimiento de situaciones no deseables, como la escogencia de políticas de remuneración que no sean acordes con el desempeño. El Estado carece del conocimiento necesario para formular adecuadas políticas de regulación, y una vez interviene, los eventuales defectos de una regulación inadecuada son más difíciles de corregir. Sin embargo, los partidarios de la primera opción consideran que si bien los comportamientos voluntarios son deseables, en términos prácticos no funcionan por las desventajas que representa el cambio para los primeros que lo adoptan y, además, por la desconfianza que genera la capacidad de autorregulación en aspectos que involucran conflictos de interés. En esos casos se favorecen medidas concretas de intervención que produzcan resultados; después de todo, la aparente reincidencia del tema de la remuneración de los administradores

---

<sup>45</sup> Investors must have power not just figures on pay. L. Bebcuck. FT 27 de Julio de 2006.

<sup>46</sup> F. Bonilla Sanabria. Op. Cit. P. 138.

<sup>47</sup> Sobre la creación de normas imperativas en materia de gobierno societario inspiradas en supuestos llamados de la opinión pública y sus efectos nocivos sobre el derecho societario ver: Roberta Romano. *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*. September 25, 2004). NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=596101> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.596101>

societarios en las últimas décadas evidencia la ineficiencia de la autorregulación y por tanto justifica la regulación estatal.<sup>48</sup>

Según esto, ¿cuál debe o debió haber sido el curso a seguir? En realidad no puede existir una respuesta uniforme. Lo cierto es que las medidas de intervención para resolver conflictos de intereses como los que se presentan en el caso de la remuneración de los administradores dependen, de manera fundamental, de la estructura de propiedad y control del capital social en cada país. De esta forma, en los países en los que la estructura de composición del capital de las sociedades tiende a estar más disperso, las medidas de intervención que tienen una mayor probabilidad de funcionar pueden ser las medidas regulatorias que impongan claros deberes de conducta a los destinatarios de la regulación. Las medidas de modificación voluntaria de políticas de administración o de gobierno de la empresa enfrentan en este tipo de ordenamientos los problemas derivados de la acción colectiva. Lograr el consentimiento de todos los accionistas o de una mayoría en sociedades con un capital disperso no es un asunto sencillo, también puede ocurrir que los accionistas no tengan un interés real en participar de las decisiones sociales por considerar que su voto no es determinante.<sup>49</sup> Por el contrario, en mercados en donde existe un mayor grado de concentración de la propiedad accionaria, las modificaciones voluntarias pueden ser eficientes y servir de alternativa a la existencia de una amenaza regulatoria.

## 5. La regulación posterior a la crisis

Existe una tendencia identificable en estudios académicos según la cual, después de un fenómeno que causa un impacto en la opinión pública, hay lugar a la amenaza de implementación de regulación impositiva por parte de los gobiernos o entes reguladores y las empresas destinatarias de la regulación. Aquellos usan su capacidad de regulación como un instrumento de presión, mientras que estos, anticipándose a lo que pudiera ser una regulación que les pudiera resultar onerosa, deciden por medidas de autorregulación individual o gremial cuando es posible. Esta dinámica es particularmente visible en los periodos subsiguientes a crisis o escándalos de gran impacto.

El caso de la Gran Crisis Financiera no fue la excepción. Con posterioridad a esta, y en especial habiendo identificado una problemática relacionada con los pagos hechos a los administradores de sociedades del sector financiero, las dos alternativas regulatorias pueden ser encontradas. En una primera etapa, grupos internacionales como el *Financial Stability Board* y la OECD adoptaron unos principios aplicables para tener

---

<sup>48</sup> La autorregulación, por sus características atrás anotadas, se ubica en un punto intermedio de intervención regulatoria pues impone deberes de conducta (informar) pero deja al mercado (los destinatarios de la información) la generación de un cambio en las conductas reguladas.

<sup>49</sup> Según Frank Easterbrook y Daniel Fischel, el ejercicio del derecho a votar es costoso. Al respecto dicen que “*when many are entitled to vote, none of the voters Experts his votes to decide the contest. Consequently none of the voters has appropriate incentives at the margin to study the firm’s affairs and vote intelligently*”: F. Easterbrook y D. Fischel. *Voting in Corporate Law*. 26 *Journal of Law and Economics* 395 (1983).

prácticas de remuneración adecuadas; así mismo, el Reino Unido incluyó principios concordantes en el Código de Gobierno Corporativo del país, a la vez que el Reporte Walker sugería reformas en la regulación de las sociedades financieras inglesas. No obstante, teniendo en cuenta que en el año 2008, tan solo un año después de la crisis, fueron reportados en el Reino Unido incrementos del 55% en el pago promedio de los bonos a administradores, y al año siguiente en Estados Unidos fueron reportadas ganancias de los bancos comerciales por valor de US\$50 mil millones, a la vez que los pagos hechos por bonos alcanzaron la suma de US\$ 20 mil millones, el camino quedó abierto para la adopción de una intervención regulatoria directa por parte de los Estados, dada la ineffectividad de las medidas de autorregulación.

Si bien se encuentran ejemplos de autorregulación y de regulación estatal, dichos mecanismos parecen coincidir en algunas medidas frente a la problemática de la remuneración de los administradores societarios. A continuación unos breves comentarios sobre algunas de ellas.

*Límites a la compensación.* Aunque controversial desde el punto de vista económico por considerar que no es posible establecer un parámetro aplicable a todas las empresas, algunas de las intervenciones regulatorias establecen límites a los elementos variables de los esquemas de remuneración, de modo que, por ejemplo, no superen el monto de la remuneración fija en un periodo determinado, o bien establecen límites porcentuales de los bonos. Esta última medida, además de que posiblemente no es igual de útil para todas las empresas, puede causar el llamado efecto “murciélago”, que consiste en que todos se peguen a ese límite incluso cuando la remuneración podría ser inferior. Otra forma de límites impuestos consiste en la imposición de tiempos mínimos para el ejercicio de los derechos sobre acciones, las opciones o la posibilidad de negociarlas, de modo que el administrador se vea forzado a ser accionista por un periodo que puede exceder su desempeño como administrador.

*Prohibiciones a ciertos tipos de compensación.* En particular, las bonificaciones como elemento variable son consideradas como sospechosas y en ocasiones indeseables por no promover una alineación de los intereses entre sociedad y administradores, y si no se estructuran adecuadamente, también contribuyen a la especulación. En realidad, una bonificación en sí misma no necesariamente es problemática, dependerá en cada caso de la forma en que es estructurada y de cuándo se hacen efectivos para el administrador los derechos que allí se le confieren. Si se estructura de manera adecuada, puede ser una herramienta bastante útil para incentivar a los administradores.

*Revelación de información.* Ya hicimos consideraciones acerca de esta medida de intervención regulatoria y sobre por qué suele favorecerse frente a intervenciones directas. En las alternativas regulatorias que en adelante se reseñan se encuentran mecanismos de este tipo que pretenden incrementar la transparencia, la toma de decisiones y aumentar la posibilidad de riesgos reputacionales; este último es el caso de

los reportes exigidos en la legislación estadounidense, en donde los reportes de remuneración deben incluir la comparación entre la remuneración que reciben los ejecutivos y los demás trabajadores de la empresa.

*Creación y aumento de funciones para los comités de compensación (su independencia).* Admitiendo la posibilidad de conflictos de interés en la determinación de los esquemas y paquetes de remuneración, se asigna un mayor grado de confianza a los comités de remuneración como órganos especialmente encargados de este tema y cuyos miembros deben ser independientes. Al respecto, parece existir una gran confianza en que la independencia (comoquiera que esta se defina en cada caso) es la gran salvación del gobierno societario en la toma de decisiones en conflicto.

*Posibilidad de recuperar pagos ya efectuados.* Como herramienta importante para corregir aquellos casos en los que la remuneración se concretaba en un momento determinada para descubrir posteriormente que los resultados económicos inicialmente logrados desaparecieron, se crean cláusulas que permiten condicionar el pago o recobrarlo de parte de los administradores cuando la sociedad se ve forzada a corregir sus estados financieros para reflejar un cambio en su situación patrimonial que en su momento causó una mayor prestación a favor de un administrador.

*La aprobación de las asambleas de accionistas.* Aspirando regresar a la idea clásica de la asamblea como un verdadero órgano de decisión y que se encarga de temas sustanciales para la sociedad, se crean votaciones obligatorias sobre los planes de remuneración de los administradores societarios. El efecto, vinculante o no, de tales votaciones sigue siendo debatido, pero la intención es la misma: hacer de los accionistas un grupo de interés mucho más comprometido con ciertos aspectos del desarrollo de la sociedad. Su efectividad se encuentra a prueba.

*La creación de valor a largo plazo y la sostenibilidad como principios orientadores.* La finalidad es lograr estructuras de remuneración que no se enfoquen en resultados inmediatos o de largo plazo, bajo el entendido de que en el largo plazo existe una mayor coincidencia entre los intereses de los diferentes grupos de *stakeholders*.

Pasemos entonces a reseñar algunos de los múltiples casos de instrumentos de autorregulación y regulación estatal que se han dado en los últimos años.

#### **a. Algunos ejemplos de Autorregulación**

##### **i. Los Principios para Buenas Practicas de Compensación de la Junta de Estabilidad Financiera**

En abril de 2009, el Foro de Estabilidad Financiera (ahora llamado Junta de Estabilidad Financiera) expidió un documento llamado “Principios para unas Buenas Prácticas de

Compensación”, documento producido por un grupo de trabajo cuyo encargo específico era el de crear unos principios sobre la materia que pudieran ser aplicables a las grandes sociedades del sector financiero. Considerando la naturaleza de la Junta (como un órgano que reúne a los países del G7), se buscó crear un estándar de conducta aplicable a nivel global y por lo tanto mucho más efectivo que las iniciativas nacionales. De cualquier forma, reconociendo que no pueden existir parámetros de remuneración aplicables por igual a todas las empresas ni a todos los países, los Principios son amplios en sus definiciones.

El objetivo declarado de los Principios se formula como sigue:<sup>50</sup>

Los Principios [...] para unas buenas prácticas de remuneración tienen por objeto garantizar una estructura de gobierno de las empresas que sea efectiva en cuanto a sus políticas de remuneración, la alineación de la remuneración con una asunción prudente de riesgos y una supervisión y participación efectiva de los interesados. Los beneficios de unas buenas prácticas de remuneración sólo se lograrán si existe una acción coordinada y determinada de parte de los reguladores nacionales, la cual se verá facilitada, de ser necesario, por la existencia de poderes legislativos adecuados y por el apoyo de los gobiernos nacionales.

El documento contiene 3 grandes principios:

- (i) Una estructura de gobierno societario efectiva.
- (ii) Una alineación efectiva entre la compensación y la toma prudente de riesgo.
- (iii) Una supervisión efectiva y un mayor compromiso de los *stakeholders*.

Dentro del primero, esto es, la estructura de gobierno para establecer el paquete de remuneración, se recomienda el desempeño de un rol activo de parte de las juntas directivas de las sociedades en el establecimiento y diseño de las políticas y paquetes de remuneración de los administradores y empleados de la sociedad. Esta función, entonces, no debe ser dejada al representante legal o a los equipos de recursos humanos que normalmente se encargan de estos temas sin que la junta participe de ellos. Así mismo, la junta debe realizar un seguimiento de que las mencionadas políticas de remuneración de la sociedad están funcionando en la forma pretendida, para lo cual deben implementar controles periódicos que les permitan realizar los ajustes que correspondan.

En cuanto a la alineación de la remuneración con los niveles de riesgo asumidos, los principios recomiendan que se tengan en cuenta los riesgos específicos que cada trabajador de una sociedad asume a nombre de esta. Por lo tanto, dos trabajadores que

---

<sup>50</sup> La traducción es libre.



generan el mismo ingreso para la sociedad pero que al hacerlo tienen en cuenta perspectivas de riesgo diferente, no pueden ser tratados de la misma forma al establecer su remuneración. Por ejemplo, la remuneración de un corredor dedicado a realizar operaciones diarias sin asumir posiciones de largo plazo implica un riesgo diferente que la de aquel trabajador que se dedica a realizar operaciones sobre activos que generan un ingreso para la sociedad en el largo plazo. Por lo tanto, al establecer las políticas de remuneración de una empresa del sector financiero se debe dar prioridad al vínculo que debe existir entre el riesgo asumido y la remuneración que se reconoce por dicha asunción. De forma complementaria con este principio, los pagos que se hagan deben tener en cuenta las perspectivas temporales de los riesgos que cada transacción implica. Por lo tanto, una parte de la remuneración de un trabajador de estas empresas será diferido en el tiempo conforme al riesgo de las transacciones que realiza en desarrollo de sus funciones.

Por último, para lograr una efectividad de las políticas de remuneración se requiere de mecanismos de supervisión adecuados. Estos mecanismos solo pueden darse en la medida en que la sociedad revele información clara, útil y suficiente a sus accionistas y a los entes reguladores, para que con estos insumos tengan la posibilidad real de tomar decisiones informadas sobre los asuntos que les correspondan en relación con la sociedad. Por ejemplo, en el caso de los accionistas, con la información adecuada podrían ejercer su derecho a tener un voto (no vinculante) sobre la aprobación de las políticas y paquetes de remuneración de algunos trabajadores de la sociedad.

ii. Los Principios en materia de Remuneración de la Asociación de Aseguradores Británica (ABI)<sup>51</sup>

La Asociación de Aseguradores Británica es una institución gremial que reúne a los empresarios del sector asegurador en el Reino Unido. Dada la importancia del sector asegurador en ese país y la extensión de los seguros (incluyendo las sociedades administradoras de pensiones en ese país), institucionalmente representa a un sector importante de esa economía europea. Así mismo, las empresas aseguradoras, muchas también cotizantes en los mercados de valores, han tenido que tratar temas relacionados con el aumento de los niveles de remuneración de los administradores societarios, al punto que en noviembre de 2012 publicaron el referido conjunto de principios y lineamientos dirigidos a las empresas pertenecientes a su gremio.

Los Principios están divididos en cinco grandes temas o sujetos a los que se dirigen: (i) el papel de los accionistas, (ii) el papel de las juntas directivas y los representantes legales, (iii) los comités de remuneración, (iv) las políticas de remuneración, y por último, las estructuras de remuneración. Estos principios deben ser complementados por una conjunto de lineamientos que sirven como criterios de interpretación de aquellos.

---

<sup>51</sup> Association of British Insurers Principles of Remuneration. November 2012. Available at <http://www.ivis.co.uk/ExecutiveRemuneration.aspx> último acceso 27 de noviembre de 2012.

Tanto los principios como sus lineamientos se caracterizan por el uso de un lenguaje impreciso y de tipo narrativo. A continuación destacaremos algunos de los principios en cada uno de estos temas y los lineamientos que corresponden:

*Accionistas:*

- Los accionistas están interesados en la “creación de valor empresarial de largo plazo” en beneficio de los clientes de las sociedades del gremio, que son primordialmente ahorradores y pensionados.
- Los accionistas de las sociedades aseguradoras deben asegurarse de que las prácticas y las políticas de remuneración de la sociedad en la que han invertido coincidan o consideren los intereses de los accionistas y promuevan una creación de valor sostenible para la sociedad.

*Administradores:*

- Tienen un deber de fidelidad hacia los accionistas al establecer la remuneración.
- Son responsables de promover el valor de largo plazo de la empresa teniendo en cuenta el interés de sus trabajadores, proveedores, clientes, la comunidad y el ambiente.

*Comité de Remuneración:*

- En ejercicio de sus funciones deben buscar la protección y promoción de los intereses de los accionistas, siendo responsables ante ellos por la estructura y cuantía de la remuneración.
- La remuneración será determinada conforme al desempeño conjunto de la empresa y estará alineada con su estrategia y perfil de riesgo.
- La remuneración en todo caso debe ser justa y evitar pagar más de lo necesario.
- Los criterios para establecer la remuneración de los administradores ejecutivos también deben tener en cuenta las políticas de pago de la sociedad a terceros y a otros funcionarios de otro nivel en la misma sociedad, así como el costo global de los pagos a los accionistas.

Dentro de los lineamientos o guías de interpretación de estos principios se dice que el comité debe buscar puntos de referencia para determinar una cuantía adecuada; para ello en el documento se recomiendan los siguientes: (i) Vincular la remuneración con el desempeño conjunto de la sociedad; (ii) Una política de remuneración de toda la sociedad, incluyendo a sus trabajadores, y (iii) Evitar utilizar promedios de mercado que

no sean apropiados pues pueden llevar a aumentos injustificados. Los criterios utilizados deben ser claramente informados a la asamblea de accionistas.

Así mismo, se aclara que los comités no deben tener en cuenta consideraciones impositivas al hacer cambios en la remuneración de los administradores ejecutivos, y en caso de hacerlo, ello no debe implicar un mayor valor para la sociedad ni suponer un riesgo reputacional para los accionistas derivado de la implementación de esquemas de esa naturaleza.

*Políticas de remuneración:*

- Su finalidad ha de ser la de promover la creación de valor mediante el alineamiento con la estrategia societaria acordada.
- La remuneración no merecida afecta la eficiencia de la sociedad y la remuneración excesiva crea un riesgo reputacional que no beneficia el interés de los accionistas.
- Las políticas deben apoyar el desempeño, incentivar la salud financiera de la sociedad y promover un manejo del riesgo que beneficie a todos los inversores, tanto accionistas como acreedores.

Los lineamientos son categóricos al decir que la recompensa por el fracaso no puede ser tolerada, y así se debe asegurar en los eventos de la terminación de la relación contractual con el administrador.

*Estructuras de remuneración:*

- Debe ser específica para cada negocio, y ser eficiente en la consecución de la estrategia de largo plazo. Sin embargo, no se recomienda ninguna estructura particular.
- Se desaprueban las estructuras complejas. La simplicidad se puede mejorar mediante la limitación de la remuneración variable a un bono anual y a un esquema de incentivo a largo plazo.
- Para considerar en mejor manera los diferentes intereses de *stakeholders*, los incentivos deben tener un enfoque de largo plazo.
- Deben tener un balance adecuado de paga fija y variable, incluyendo mecanismos para medir el desempeño de largo plazo y, dado el caso, provisiones para pagar pagos excesivos.
- Los administradores ejecutivos deben acumular un nivel relativamente alto de participación accionaria en la sociedad para alinear sus intereses con los intereses de los accionistas.

Los lineamientos aclaran que los accionistas pueden crear incentivos para que los administradores no ejecutivos también adquieran acciones, pero se considera inapropiado que reciban incentivos que dependan del precio de la acción o del desempeño de la sociedad. Así mismo, se desaconsejan los pagos para retener a los miembros de juntas directivas por considerarlos inoficiosos, y tampoco se apoya el pago de bonos por transacciones específicas.

Se considera que la remuneración de los administradores ejecutivos debe depender de su desempeño y estar atada al cumplimiento de la estrategia acordada para la sociedad, así como a la creación de valor en el largo plazo.

Los bonos anuales son deseables en la medida que incentivan el desempeño y recompensan logros en línea con la estrategia de la sociedad. Deben estar determinados por objetivos de negocio claramente establecidos, de contenido financiero y no financiero, que sean cuantificables al inicio de cada año. Los criterios para determinar los bonos anuales deben ser informados anualmente a los accionistas explicando si los mismos fueron alcanzados. Diferir el pago de una parte del bono es deseable para alinear los intereses del administrador y los accionistas, siempre que ello no implique un aumento del valor del bono. Se debe desincentivar el pago de bonos anuales cuando el negocio ha sufrido un evento negativo extraordinario, incluso si eso no afecta el cumplimiento de ciertos objetivos de negocio. En tales casos, los accionistas deben ser quienes decidan sobre el pago de un bono.

Además de los bonos anuales, los incentivos para el largo plazo deben ser utilizados como herramienta para recompensar la implementación exitosa de estrategias de negocio y la creación de valor para los accionistas a lo largo de un periodo de tiempo que se considere adecuado para los objetivos de la sociedad. Los planes basados en una compensación en acciones son los más adecuados para alinear los intereses de accionistas y administradores. El periodo de implementación de las estrategias societarias y por tanto del plan de remuneración no debe ser inferior a 3 años y los periodos superiores se entienden preferidos por los accionistas.

## **b. Algunos ejemplos de intervención regulatoria directa**

### **i. El Caso Europeo**

En el caso europeo, la preocupación por el tema de la remuneración de los administradores de sociedades no se dio exclusivamente en razón de la crisis financiera del año 2007. Las recomendaciones 2004/3, 2004/913 y 2005/162 ya habían tratado el tema. Estas dos últimas serían actualizadas por fuerza de las circunstancias y por la evidencia de su falta de cumplimiento por parte de los Estados miembros.<sup>52</sup> La

---

<sup>52</sup> Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on Directors Remuneration. SEC [2007] 1022, 13 de julio de 2007. En este reporte se hizo evidente que muy pocos

actualización se concretó mediante las recomendaciones 385/2009, sobre retribución de los administradores de las entidades que cotizan en bolsa, y 384/2009, sobre retribución de las entidades que desarrollan la actividad en sectores regulados.

En cuanto a la estructura de los esquemas de remuneración, las dos recomendaciones admiten que se trata de un asunto que corresponde de manera primordial a las empresas según sus condiciones particulares. No obstante, recomiendan un listado de buenas prácticas, dentro de las que se encuentran a manera enunciativa las siguientes:

- Los paquetes de remuneración deben tener un elemento fijo y uno variable que se encuentren en equilibrio. Se sugiere el establecimiento de montos máximos al elemento variable.
- Se debe condicionar el pago del elemento variable a resultados de largo plazo. Se sugiere un periodo de entre 3 y 5 años.
- La empresa debe tener la posibilidad de retener la totalidad o una parte de la remuneración cuando los resultados no se hayan obtenido.
- Así mismo, se deberá poder recuperar los pagos ya hechos con base en resultados inexactos.
- Se recomienda incentivar el uso de parte de los accionistas, en especial los institucionales, de su derecho a votar la aprobación de las políticas de remuneración. Este voto puede ser consultivo.
- La estructura deberá ser revisada anualmente para garantizar su adecuación a las condiciones presentes de la empresa.

La recomendación 385/2009 se refiere de manera específica a las sociedades que cotizan en bolsa, por considerar que su regulación merece precisiones particulares. Los deberes impuestos son bastante similares, razón por la cual nos abstenemos de repetirlos y tan solo hacemos referencia a unos de ellos en particular:

- El elemento variable se debe vincular a criterios de rendimiento que promuevan la sostenibilidad de la empresa. Se deben incluir criterios no financieros como el cumplimiento de las normas y procedimientos aplicables, adecuados para la creación de valor a largo plazo.
- Si la remuneración se da en acciones o instrumentos de valor variable semejantes, se deberán vincular al valor de largo plazo y su negociación deberá restringirse (mínimo 3 años).
- Los administradores deberán retener un porcentaje de las acciones que reciban en la empresa hasta el final de su mandato.

---

Estados aplicaron o incentivaron la adopción de las prácticas empresariales recomendadas por la Comisión en sus respectivos países.

- Los administradores no ejecutivos o miembros de consejos de vigilancia, no deben ser remunerados con opciones sobre acciones.
- En el caso de las indemnizaciones por rescisión o terminación anticipada del contrato de un administrador, esta debe estar relacionada con los resultados alcanzados y su diseño no debe implicar el reconocimiento de recompensas por errores del individuo. Su monto debe estar limitado por el equivalente a un periodo determinado del componente fijo de la remuneración, por ejemplo, 2 años.
- En la recomendación 2004/913 se desarrolló el deber de información mediante la preparación y publicación de una declaración relativa a las remuneraciones cuyo contenido debe explicar las implicaciones de la estructura de remuneración en la generación de valor a largo plazo de la empresa y el cumplimiento de las demás exigencias regulatorias.
- En materia del voto de los accionistas, se sigue lo planteado en las recomendaciones anteriores que consagran el deber de poner en consideración de la asamblea de accionistas la declaración sobre remuneración de los administradores, admitiendo la posibilidad de que este voto sea consultivo.

En cuanto al control y supervisión del modelo de remuneración, esta responsabilidad se recomienda asignarla en cabeza del Comité de Remuneración como órgano perteneciente a la Junta Directiva, incluido en las recomendaciones de 2004 y 2005, y dentro de este comité por lo menos un miembro debe contar con experiencia en políticas de remuneración.

Las dos recomendaciones establecieron como plazo para el cumplimiento de las medidas el 31 de diciembre de 2009. Si bien no ha sido publicado ningún reporte de seguimiento y cumplimiento, varios países cuentan ya con regulación en la materia. El Reino Unido<sup>53</sup> y Alemania tenían medidas incluso anteriores a estas recomendaciones, y otros países como España han visto los cambios normativos con posterioridad.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Se han anunciado cambios regulatorios que entrarán en vigencia en octubre de este año para empresas que cotizan en los mercados de valores. Al respecto ver: Department for Business Innovation & Skills. Directors Remuneration's Reforms. Frequently Asked Questions. March 2013. Disponible en [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf)

<sup>54</sup> Si bien no hace parte de la Unión Europea, el caso de Suiza ha merecido atención de manera reciente comoquiera que se decidió someter a un plebiscito la implementación de medidas de gobierno societario, incluyendo el tema de la remuneración de los administradores. El referendo, que se realizó el 3 de marzo de 2013, tuvo como resultado que más del 68% de los votantes aprobaron la inclusión en la Constitución de la Confederación de limitaciones a los montos de remuneración que pueden recibir los ejecutivos de empresas nacionales (UBS y Novartis son de las más grandes y conocidas). Así por ejemplo, bajo la Constitución suiza estarán prohibidos los pagos por despido, conocidos como el apretón de manos dorado. Así mismo, los accionistas de las sociedades tendrán un derecho de veto sobre el pago que se haga a los administradores. Los efectos de esta medida en cuanto a la competitividad de las sociedades suizas deberán ser analizadas una vez las medidas entren en vigor. Sin embargo, teniendo en cuenta que

De otro lado, debe mencionarse que en febrero de este año los miembros del Parlamento Europeo llegaron a un acuerdo conforme al cual se impondrá a partir del 1° de enero de 2014 un límite a los bonos que se paguen a personas que trabajen en los bancos ubicados en territorio de la Unión Europea o que trabajen fuera de su territorio para un banco europeo. Los límites consisten en no permitir bonos que superen el 100% del valor del salario del empleado, si bien el bono podría llegar a ser del 200% si así lo aprueba la asamblea de accionistas con un voto de por lo menos el 65% de las acciones de la respectiva sociedad. En los casos de los bonos que superen el 100% del valor del salario base, y con la intención de incentivar una visión de largo plazo, la cuarta parte del valor de ese bono será diferida en, por lo menos, cinco años. Este acuerdo deberá ser ratificado por los Estados miembros y por la plenaria del Parlamento Europeo.<sup>55</sup>

ii. El caso norteamericano

En el caso norteamericano, sea lo primero decir que la regulación del gobierno societario tradicionalmente ha sido un asunto que corresponde al orden estatal en la división de poderes de regulación de la Federación. Por lo tanto, cada estado ha sido libre de establecer sus propias reglas en lo que se refiere al gobierno societario. Esa multiplicidad de regímenes normativos en materia societaria es lo que para algunos constituye la mayor ventaja del derecho societario de ese país.<sup>56</sup> Sin embargo, de manera reciente se ha ido identificando una federalización de la regulación societaria, como a continuación se podrá ver con la mención a los dos ejemplos más recientes de respuestas regulatorias a las crisis.<sup>57</sup>

Ahora bien, tradicionalmente el tema de la remuneración de los administradores ha sido considerado en ese país como un caso de transacción en conflicto de interés cuyo control se realizaba bajo la doctrina judicial del *desperdicio de los fondos sociales* (*Corporate Waste Doctrine*). Dicha doctrina pretendía proteger de los abusos de la administración al excederse en el establecimiento de los paquetes de remuneración, llegando a dar lugar a expresiones gráficas como aquella que pregonaba en la época posterior a la crisis de los años treinta que “ningún hombre vale un millón de dólares al año”.<sup>58</sup> No obstante, determinar qué se considera desperdicio no era un asunto claro, y

---

la Unión Europea también está aplicando restricciones, el efecto negativo podría no ser sustancial. De cualquier forma, el caso suizo pone en evidencia la sensibilidad social que ha despertado el tema. Al respecto

[http://www.swissinfo.ch/eng/swiss\\_news/Voters\\_solicited\\_over\\_executive\\_pay.html?cid=34665044](http://www.swissinfo.ch/eng/swiss_news/Voters_solicited_over_executive_pay.html?cid=34665044)

<sup>55</sup> A la fecha de entrega de este artículo el voto no se había programado. Ver: <http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20130225IPR06048/html/MEPs-cap-bankers'-bonuses-and-step-up-bank-capital-requirements>

<sup>56</sup> Roberta Romano. *Foundations of Corporate Law*. Second Edition. Lexis Nexis. 2012.

<sup>57</sup> Bainbridge. Op. Cit.

<sup>58</sup> Con referencia a las demandas que pretendían cuestionar el pago de bonos a los ejecutivos de empresas en la época previa al colapso de la bolsa. Al respecto ver el artículo citado por Bainbridge. Op. cit., p.

por ello su aplicación práctica solía restringirse a casos abiertamente excesivos.<sup>59</sup> Por lo tanto, este tipo de control no resultaba particularmente efectivo. Tampoco lo era el control que pueden ejercer los accionistas por las dificultades propias del problema de acción colectiva. Por ello, aunque aparentemente como una respuesta al malestar social que causó la crisis frente a la creciente desigualdad que se evidencia en el país, el legislador federal norteamericano ha venido diseñando reglas y estándares de conducta aplicables a la remuneración de los administradores societarios.<sup>60</sup>

En materia de compensación, la respuesta regulatoria federal de Estados Unidos ha sido abundante. Provisiones desde la Ley Sarbanes Oaxley ya se referían al asunto. No obstante, con posterioridad al año 2007 dos leyes deben ser consideradas: de un lado, la Ley de Justicia en la Compensación de Sociedades e Instituciones Financieras,<sup>61</sup> de otro, la Ley de Restablecimiento de la Estabilidad Financiera<sup>62</sup> de 2010, cuyo nombre sería cambiado al más conocido de Ley Dodd-Frank.

Comoquiera que las dos leyes abordan la remuneración de los administradores societarios como una transacción en conflicto de interés, la regulación de gobierno societario está fundamentalmente dirigida a:

- (i) Que los paquetes de remuneración sean aprobados por la asamblea de accionistas, cuyo voto no es vinculante.<sup>63</sup>
- (ii) Que se garantice la independencia de los comités de remuneración como órganos sociales responsables por el diseño, implementación y cumplimiento de las políticas en la materia.<sup>64</sup>

---

110: H. Wells, "No man can be Worth \$1,000,000 a Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930s America".

<sup>59</sup> El caso *Lewis v. Vogestein* 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997) (citado en W. Allen, R. Kraakman y G. Subrananian. *Commentaries and cases on the Law of Business Organizations*, 2ª ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2007) es útil para revisar el manejo tradicional de este tema en la justicia norteamericana. En los hechos del caso, un plan de compensación de la empresa (aprobado por la asamblea de accionistas) fue cuestionado por constituir un desperdicio de fondos sociales.

<sup>60</sup> Ese parece ser el razonamiento detrás de la sección 402 de la Ley Sarbanes Oaxley que prohíbe los préstamos de sociedades que cotizan en el mercado de valores a sus administradores y que son otro ejemplo de transacciones en conflicto de interés (las cuales pueden ser consideradas como una forma adicional de remuneración cuando las condiciones de plazo, monto o interés son sustancialmente favorables), también abusados en la práctica empresarial (célebre es el caso del préstamo sin garantía que WorldCom le hizo a su director ejecutivo por 350 millones de dólares, y que no pudo ser recuperado en su proceso de insolvencia).

<sup>61</sup> Su nombre en inglés es *Corporate and Financial Institutions Compensation Fairness Act 2009*.

<sup>62</sup> Su nombre en inglés es *Restoring Financial Stability Act 2010*.

<sup>63</sup> El caso *Dennis v. Hart* decidido por la Corte Distrital del distrito sur de California así lo sostuvo en interpretación de la S. 951 de la Ley Dodd-Frank. Para un comentario sobre el caso ver: <http://dodd-frank.com/say-on-pay-did-not-change-state-law-fiduciary-duties-according-to-federal-court/>

<sup>64</sup> S. 3 *Corporate and Financial Institutions Compensation Fairness Act 2009* y S. 952 *Dodd-Frank Act 2010*.



De forma sucinta, los deberes concretos impuestos por estas leyes son:<sup>65</sup>

- Publicar información que compare la remuneración efectivamente pagada a los administradores frente al desempeño financiero de la sociedad, al valor de su acción y sus rendimientos.
- Publicar el promedio anual total de la remuneración pagada a todos los trabajadores de la sociedad, excluyendo al administrador ejecutivo.
- Publicar el total anual de la compensación del administrador ejecutivo.
- Publicar la relación entre lo pagado al administrador ejecutivo y lo pagado a los demás trabajadores de la empresa.
- Incluir en un reporte dirigido a los accionistas y al mercado la posibilidad que tenga cualquier empleado de la sociedad de negociar acciones o derivados financieros de la sociedad.<sup>66</sup>
- En cuanto a la posibilidad de recuperar remuneraciones ya otorgadas, se prevé la posibilidad de que en caso de haberse otorgado una remuneración variable con fundamento en información errónea, la sociedad pueda recuperar lo pagado en exceso. El periodo de excesos recuperables cubre los 3 años anteriores al momento en que se presente la corrección de la información contable.<sup>67</sup>

Ahora bien, en el caso de las instituciones financieras respaldadas por fondos federales, se consagra un mayor grado de intervención.<sup>68</sup> En este caso, dichas entidades adquieren un deber especial de información a la SEC, quien cuenta con la discreción para determinar si con base en la información reportada la estructura de remuneración de esa entidad:

- (i) Hace un manejo adecuado del riesgo.
- (ii) Considera los horizontes de tiempo del riesgo.
- (iii) Amenaza la seguridad y solvencia de las instituciones cubiertas, o puede tener efectos adversos en las condiciones económicas de la estabilidad financiera.

En términos generales, la consecuencia de no adoptar estas medidas consiste en la imposibilidad de cotizar los valores de la sociedad en el mercado público.

---

<sup>65</sup> S. 953 y ss. *Dodd-Frank Act*.

<sup>66</sup> S. 955 *Dodd-Frank Act*.

<sup>67</sup> S. 954 *Dodd-Frank Act*.

<sup>68</sup> S. 4 *Enhanced compensation structure reporting to reduce perverse incentives, Corporate and Financial Institutions Compensation Fairness Act 2009*.

## 6. Consideraciones Finales

A modo de conclusión, quisiéramos resaltar las siguientes consideraciones:

- Teniendo en cuenta que en los casos referenciados en la “Primavera de los accionistas” las asambleas rechazaban los planes de pago mayoritariamente, pero usualmente reelegían casi de manera unánime a los administradores ejecutivos, se pudiera llegar a la conclusión de que el asunto es un tema de montos y/o políticas de remuneración y no de desacuerdo con la administración.
- No obstante, como principal justificación para el estudio de este tema se encuentra la existencia de un conflicto de interés en la forma en que se determinan las políticas de remuneración y los paquetes para los administradores ejecutivos.
- Justamente la remuneración de los administradores presenta una situación particular en la que el “costo de mandato” implica en sí mismo el surgimiento de nuevos conflictos de interés.
- La doctrina y los ejemplos regulatorios se siguen dividiendo acerca de cuáles son las respuestas más eficientes, si medidas de intervención directa por un ente regulador, o permitir la posibilidad de herramientas flexibles de flexibilización de parte de *insiders*.
- Las medidas regulatorias y autorregulatorias parecen coincidir en la implementación de algunas medidas: límites a los montos variables, prohibición de ciertos tipos de remuneración, revelación de información, creación de comités de remuneración con funciones especiales, recuperación de pagos ya efectuados, el voto de los accionistas y la creación del valor de largo plazo como criterio orientador.
- Uno de los factores que puede determinar la eficiencia de medidas de intervención para resolver los problemas de mandato depende de la estructura dispersa o concentrada de la propiedad accionaria:

- En un mercado con mayor dispersión, debido a los problemas de acción colectiva, es más eficiente adoptar reglas de conducta establecidas por el legislador o un ente regulador.
- En un mercado concentrado no es difícil lograr una acción concertada, por lo que herramientas de gobierno societario que entreguen más poder a los accionistas son más eficientes. Sin embargo, se encuentran supeditadas al grado de interés de los accionistas.
- La sostenibilidad en el diseño de los paquetes de remuneración es altamente deseable, de modo que a la vez que se creen incentivos para una adecuada administración se cree un valor a largo plazo para la sociedad administrada.

Lograr el balance para obtener un paquete de remuneración adecuada no es sencillo, y no depende solo de la forma de pago que se escoja, por ejemplo en efectivo o en acciones. La mezcla entre elementos que remuneren el esfuerzo individual y el valor de largo plazo deben utilizarse adecuadamente.<sup>69</sup>

De un lado, si bien es claro que los pagos por desempeño crean incentivos para una mejora en la labor de administración, si estos pagos se hacen en dinero en efectivo o indexados conforme al valor de la acción en un mercado público, se estaría promoviendo la obtención de resultados de corto plazo. De otro lado, si la remuneración se hace basada en acciones, se hace énfasis en el largo plazo; no obstante, esto podría no servir como remuneración adecuada al desempeño individual (debido a las variaciones del mercado). Igualmente debe considerarse que si se impone una restricción en cabeza de los administradores para poder disponer de las acciones o de las opciones que han recibido, esta restricción no debe acumularse hasta la fecha de retiro del administrador. De lo contrario, se crearía un interés económico considerable en el administrador de escoger el momento de su salida de la empresa. La limitación a la negociación, por tanto, debe corresponder a periodos cortos según la fecha en que se han venido adquiriendo.

- Así mismo, las políticas de reporte o publicación de información no suelen ser suficientes en sí mismas. La información, si bien es un activo imprescindible, puede no conseguir la modificación de las conductas cuestionadas. De cualquier manera, la publicación de información es una conducta deseada dentro de un deber de transparencia que debería extenderse en un mercado con altos índices de desconfianza.

---

<sup>69</sup> Executive remuneration schemes and their alignment with Business sustainability, CIMA Report, discussion paper, May 2010.

Cuando la información pretende servir como insumo a los sujetos interesados como lo son accionistas, potenciales inversores y entidades regulatorias, estos destinatarios de la información deben tener la posibilidad real de actuar conforme a esa información disponible. El voto de los accionistas, por ejemplo, resultaría una herramienta eficiente, sin embargo, se enfrenta al problema de indiferencia de los accionistas. Se suele ver a los accionistas institucionales como los llamados a poder ejercer un control eficiente con base en esta información, dado que tienen un interés en la sociedad que justificaría un mayor grado de participación en la toma de decisiones y supervisión de la sociedad. La intervención regulatoria debe variar de conformidad con las características de cada mercado, sin que necesariamente sean excluyentes entre sí.

En el caso de la revelación de información terapéutica, se confía en el riesgo reputacional de las sociedades como elemento que sirva de forma de presión social para lograr el cambio de una conducta societaria relevante. Las dificultades con este mecanismo consisten en que la opinión pública suele ocasionar respuestas regulatorias que no siempre son debatidas o cuyos efectos pueden no ser deseados, con la dificultad adicional de que una vez implementadas son difíciles de remover conforme a los mecanismos de producción de regulación o de leyes.

Por último, consideramos pertinente mencionar uno de los tantos informes recientes sobre el comportamiento de la remuneración de administradores societarios<sup>70</sup>, según el cual el pago de remuneraciones a los administradores ejecutivos de las empresas del FTSE100 en la bolsa de Londres disminuyó frente al mismo dato en el año 2011. Y lo mismo parece evidenciarse de un estudio realizado por una de las grandes firmas de auditoría según el cual en 2012 los pagos hechos a los profesionales del sector financiero disminuyeron frente a los de otras profesiones.<sup>71</sup> No obstante, no es claro si los resultados se deben a la “Primavera de los accionistas”, a las nuevas medidas regulatorias o a los cambios voluntariamente adoptados por las empresas. De cualquier manera, parafraseando el escepticismo sobre el tema expresado por Warren Buffet, para juzgar si la comunidad empresarial habla en serio acerca de reformarse a sí misma el pago a los administradores ejecutivos es la prueba ácida. A la fecha, sin embargo, los resultados no parecen alentadores.<sup>72</sup> El tema, sin duda, aún está por resolverse, y no será la última vez que se escriba al respecto.

---

<sup>70</sup> Director's Pay Report 2012-2013. IDS Thomson Reuters, octubre de 2012, disponible en: <http://www.incomesdata.co.uk/Catalogue/ProductDetails.aspx?recordid=5215>

<sup>71</sup> FT, 24 de marzo de 2013. *Bankers' pay premium is narrowing*. Haciendo referencia a un estudio practicado por Price Waterhouse Coopers.

<sup>72</sup> La frase se encuentra en una carta dirigida a los accionistas de Berkshire Hathaway Inc. en febrero del 2004. La traducción es libre y deliberadamente ajustada al texto. La cita original es la siguiente: “*In judging whether Corporate America is serious about reforming itself, CEO pay remains the acid test. To date, the results aren't encouraging*”.