

Amarfil, Dominga

Working Paper

El portafolio de remuneraciones e incentivos para la alta direccion (POREMIN)

Serie Documentos de Trabajo, No. 524

Provided in Cooperation with:

University of CEMA, Buenos Aires

Suggested Citation: Amarfil, Dominga (2013) : El portafolio de remuneraciones e incentivos para la alta direccion (POREMIN), Serie Documentos de Trabajo, No. 524, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/110066>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Finanzas y Negocios

**EL PORTAFOLIO DE REMUNERACIONES E
INCENTIVOS PARA LA ALTA DIRECCION
(POREMIN)**

Dominga Amarfil

**Octubre 2013
Nro. 524**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**

UNIVERSIDAD DEL CEMA

**CENTRO PARA EL ESTUDIO DE LA GOBERNANCIA
DEL SECTOR PUBLICO Y DEL SECTOR PRIVADO
(CEGOPP)**

**EL PORTAFOLIO DE REMUNERACIONES E INCENTIVOS
PARA LA ALTA DIRECCION
(POREMIN)**

Dominga Amarfil

Dominga Amarfil es Magíster en Finanzas y Candidata a Doctora en Finanzas (Ucema). Es profesora de Finanzas de Empresas (Made, Ucema) y tutora del Seminario de Tesis en el Made y en el Magri (Ucema). Se desempeña como investigadora senior en el Cegopp.

Abstract

En este trabajo trataremos de cumplir tres propósitos: en primer lugar, asimilar las componentes principales del paquete de remuneraciones e incentivos a un portafolio de activos financieros para la motivación de los altos ejecutivos; en segundo lugar, discutir algunos marcos conceptuales en el análisis de las remuneraciones e incentivos, señalando las adaptaciones que habría que introducir en países que siguen el paradigma de gobernancia a la latina; finalmente, combinar el enfoque de portafolio con el modelo de flujos de caja incrementales, para darle flexibilidad al tema y señalar los protagonistas en la puja por el poder de estos flujos, en términos de discrecionalidad y búsqueda de rentas oportunistas. Finalmente, el enfoque de portafolios nos explica por qué en las gobernancias a la latina no se estimula la utilización de remuneraciones e incentivos basados en activos financieros contingentes.

Disclaimer

Las opiniones y afirmaciones vertidas en este trabajo son responsabilidad del autor y no son necesariamente compartidas por la Universidad del Cema

El campo de estudio y de aplicación de las remuneraciones e incentivos para la alta dirección, o sea, alta gerencia y directores, puede abordarse de diferentes maneras. Por ejemplo desde la óptica legal, contable, regulatoria, entre otras. En este trabajo nos interesa un enfoque que combina herramientas financieras de análisis con la perspectiva del gobierno corporativo.

Debido a que el tema de gobierno corporativo es amplio y consiste en un grupo de variables de análisis, corresponde en primer lugar, ponernos de acuerdo en el significado de gobierno corporativo, y en segundo lugar destacar cuál es la variable de análisis de gobernanza que vamos a utilizar.

El estudio de la gobernanza es el resultado de un esfuerzo conjunto de varias disciplinas (Economía, Derecho, Finanzas, Sociología, Contabilidad y Auditoría) a fin de estudiar la nueva problemática que ha ido surgiendo a medida que naciones y empresas evolucionaban. También ha contribuido a comprender ciertos temas e interpretar problemas antiguos largamente investigados por estas disciplinas individualmente. Por lo tanto, en las cuatro últimas décadas el llamado “enfoque de la gobernanza” se ha ido enriqueciendo continuamente gracias a los esfuerzos de investigación interdisciplinarios.

Adoptaremos una definición operativa que consideramos funcional a nuestro trabajo porque descompone el estudio de la gobernanza en distintas líneas o variables de análisis. Siguiendo a Apreda (2007):

“Se entiende por Gobernanza del Sector Privado un campo de estudio y aplicaciones para organizaciones del sector privado cuyos principales temas son los siguientes:

- *Carta fundacional de la organización, sus reglamentos y disposiciones internas, así como su código de buenas prácticas.*
- *Estructura de propiedad.*
- *Directorios; asignación de los derechos en las decisiones de control.*
- *Deberes fiduciarios de la alta gerencia hacia los propietarios, y asignación de los derechos de control en las decisiones de administración.*
- *Diseño de remuneraciones e incentivos para la resolución de conflictos de intereses entre la alta gerencia y los directores.*
- *Derechos de propiedad y cláusulas de salvaguarda para los inversores.*
- *Conflictos de intereses entre los gerentes, los acreedores, los propietarios y otros reclamantes (“stakeholders”) de la organización.*
- *Producción y oportuna divulgación de la información (transparencia).*

¹ Este trabajo fue presentado en el Segundo Congreso Argentino de Gobernanza, Ucema, 7 de Junio de 2013. Forma parte de un proyecto de investigación que se lleva a cabo en la Ucema, bajo la Dirección de la Dra. Cristina Minolli, en el campo de Gobernanza y Recursos Humanos. La autora agradece los comentarios recibidos en ocasión de la presentación en dicho congreso.

- *Compromiso y responsabilidad (“accountability”) hacia reguladores y reclamantes.*
- *Evitación de comportamientos transgresores, como la búsqueda de rentas oportunistas y el complaciente dispendio presupuestario.*

En cuanto a la variable específica que nos interesa explorar, de la lista anterior surge con claridad que se trata de la siguiente:

- *Diseño de remuneraciones e incentivos para la resolución de conflictos de intereses entre la alta gerencia y los directores.*

A fin de cumplir con nuestro objetivo, nos proponemos el siguiente programa de contenidos. En la sección 1, nos ocupamos del portafolio de remuneraciones e incentivos para la alta gerencia y la dirección, al que llamaremos POREMIN, describiendo sus componentes. Luego, analizamos la estructura del portafolio de remuneraciones de un *Chief Executive Officer* (CEO) en Argentina y en Estados Unidos estableciendo parámetros generales de comparación entre ambos.

En la sección 2, mencionamos las ventajas y desventajas que presenta el portafolio de remuneraciones e incentivos a la hora de ser utilizado como mecanismo de resolución de conflictos en el marco de las relaciones de agencia. Abordamos enfoques de autores clásicos que aportaron contribuciones fundantes en este sentido, tales como Fama (1980), Jensen (1986), Jensen-Smith (1985), Murphy (1998), Jensen-Murphy (2004), y Bebchuk-Fried (2003), entre otros.

En la sección 3, nos ocupamos del comportamiento oportunístico a través de sus dos manifestaciones más negativas: la búsqueda de rentas oportunistas y el complaciente dispendio presupuestario. [Kornai (1979); Apreda (2004)].

A continuación, en la sección 4, presentamos una herramienta que contribuye al diseño del portafolio y también ayuda a detectar y prevenir los aspectos negativos mencionados. Se trata del modelo de flujos de caja incrementales en sus dos versiones: en primer lugar el formato simple para construir una perspectiva práctica de estos temas; en segundo lugar, la versión ampliada, para detectar y prevenir los problemas que el Poremin puede provocar en la gobernancia de la empresa. Utilizando el modelo, analizamos el tema del poder sobre los flujos de caja de acuerdo a cuatro categorías de análisis: flujos de caja residuales, contractuales, regulatorios y discrecionales.

Finalmente, en la sección 5, nos ocupamos del Poremin y lo analizamos desde el punto de vista de la Teoría de Administración de Portafolios, introducida por Markowitz en 1952. En primer lugar, describimos su naturaleza y su estructura. Luego exponemos de qué forma quedan determinadas la rentabilidad y el riesgo total de este portafolio.

1. EL PORTAFOLIO DE REMUNERACIONES E INCENTIVOS PARA LA ALTA GERENCIA Y LA DIRECCIÓN (POREMIN)

En la presente sección nos ocuparemos del Poremin, identificando sus principales componentes, analizando su estructura en Argentina y en Estados Unidos, para finalmente efectuar una comparación entre ambos.

1.1. EL CONCEPTO DE PORTAFOLIO DE REMUNERACIONES E INCENTIVOS PARA LA ALTA GERENCIA Y LA DIRECCION

A diferencia de los mandos medios de la empresa, los altos ejecutivos negocian contratos formales de empleo cuya extensión es de entre 3 y 5 años, en los cuales se establece, en líneas generales y frecuentes, un salario base mínimo, el pago de un bono anual por cumplimiento de objetivos y otros acuerdos tales como, indemnización en caso de desvinculación, cambios en el control de la firma y la eventual renovación del contrato.

Por lo tanto, podemos afirmar que la compensación que perciben los ejecutivos (*executive compensation*) representa la síntesis de un conjunto de ítems. Cabe considerarla un paquete o portafolio de remuneraciones cuyas componentes básicas son las siguientes:

- a. Componentes no ligadas al desempeño de la empresa
- b. Componentes ligadas al desempeño de la empresa
- c. Componentes ligadas al desempeño del ejecutivo

A continuación, vamos a explorar cada una de ellas.

a. Entre las componentes no ligadas al desempeño, podemos mencionar:

- Remuneración mensual

Los sueldos básicos de los ejecutivos, constituyen la componente fija del paquete de remuneraciones y, generalmente, surgen como resultado de un conjunto de encuestas realizadas entre distintos sectores representativos, tales como ciertas industrias, los servicios financieros, las empresas dedicadas al *retail*, entre otros. El tamaño de la empresa y la actividad que desarrolla, o el sector al que pertenece son los determinantes de la cuantía del salario básico a percibir por sus ejecutivos.

Independientemente de la participación de este ítem dentro del portafolio de remuneraciones, los ejecutivos observan atentamente las alternativas de fijación de salarios mensuales en otras empresas o sectores de la economía, puesto que resulta la variable de referencia sobre la cual se expresarán los valores de otros ítems contingentes, tales como las compensaciones por desempeño².

² Usamos la expresión “contingente” para los resultados o evento para cuya realización hay un conjunto de escenarios alternativos y excluyentes, uno de los cuales se concretará en el futuro.

En cuanto a la presencia de este ítem dentro del portafolio del ejecutivo, su peso específico cambia según el país. En la sección 1.3. observaremos que en Argentina todavía constituye más de la mitad del paquete, mientras que en Estados Unidos, su participación ha decrecido paulatinamente hasta ubicarse en el 2%. En su reemplazo, otros ítems contingentes han ganado en importancia.

- Beneficios adicionales

También se los conoce como *Perks* o *Fringe Benefits* (Apreda, 2007), por ejemplo, un plan de jubilación privada, préstamos que la empresa otorga a los ejecutivos, seguro de vida, seguro de retiro, cobertura médica, contratación de un seguro por responsabilidad como director que proporciona cobertura frente a demandas de distintos *stakeholders*³, o seguro por riesgo personal (secuestro, robo, homicidio, eventos a tomar en cuenta cuando el ejecutivo se desempeña en países riesgosos).

- Cuenta de gastos corporativa

En principio, y desde el punto de vista teórico, este ítem no debería ser parte del paquete de remuneraciones del ejecutivo. Sin embargo, en la práctica ha quedado demostrado que la cuenta de gastos o la tarjeta de crédito corporativa son una herramienta que les permite obtener rentas oportunistas, aplicándolas al consumo personal o familiar.

b. Componentes ligadas al desempeño de la empresa

Son componentes contingentes porque dependen del desempeño de la empresa misma y se harán efectivas solo si se producen aquellos hechos que se definieron ex ante en el contrato firmado con el ejecutivo. Entre ellas, podemos mencionar:

- *Stock Options*

Son opciones de compra de acciones ordinarias emitidas por la empresa. El ejecutivo podrá ejercer su derecho a adquirirlas durante un lapso de tiempo determinado, llamado período de ejercicio, y siempre que su valor en el mercado sea mayor que el valor técnico de compra fijado ex ante en el contrato.

Destacamos que este programa permite que el ejecutivo acceda a la tenencia de acciones de la empresa, pudiendo convertirse en accionista al mismo tiempo que ejerce su función como director o gerente, y pagando por ellas sólo el precio de ejercicio, y quedan eximidos del pago de la prima de emisión que es un gasto irrevocable para inversores externos a la empresa.

- *Stock Appreciation Rights*

³ *Stakeholders* (también llamados Incumbentes): son los agentes económicos que están en condiciones de reclamarle algo a la empresa, de manera persistente y a lo largo del tiempo. Son “incumbentes” en el sentido que se ven afectados o beneficiados tanto por los éxitos como por los fracasos de la firma. Son ejemplos: la comunidad, los accionistas, acreedores, proveedores, empleados, clientes, organismos de regulación y control, entre otros.

Son derechos que habilitan al ejecutivo a capturar la apreciación futura de las acciones ordinarias emitidas por la misma empresa. Es un mecanismo similar al referido para las *stock options*, pero se diferencia en que el ejecutivo recibe dinero en lugar de acciones.

Si el valor de mercado de la acción supera al valor de compra técnico establecido contractualmente, la empresa le acredita al director o gerente la diferencia entre ambos valores en dinero efectivo.

- *Restricted Stock*

El ejecutivo recibe acciones diferidas sobre acciones ordinarias emitidas por la misma empresa. Este programa consiste en entregar acciones ordinarias de la empresa, a las que podrá acceder transcurrido un período de tiempo determinado, por lo tanto, la tenencia efectiva de las acciones ordinarias se difiere en el tiempo. Los ejecutivos reciben las acciones sin hacer desembolsos de dinero, no tienen que pagar por ellas.

- *Phantom Stock*

En este plan, a similitud del anterior existe un período de diferimiento. Se lo denomina acciones fantasma porque el ejecutivo no recibe las acciones ordinarias, sino la diferencia entre su valor de mercado y el valor técnico fijado ex ante por contrato, una vez finalizado el mencionado período.

c. Componentes ligadas al desempeño del ejecutivo

La mayoría de las empresas que desarrollan actividades con fines de lucro otorgan a sus ejecutivos de alto nivel un plan anual de bonos, conocido como *Bonus Plan*, supeditado a los resultados obtenidos por el ejecutivo en el ejercicio de su función durante el año.

Contractualmente se establecen las metas a cumplir y los alcances de la compensación, por lo tanto, son componentes contingentes.

Podemos mencionar los siguientes ejemplos:

1. Bonos de desempeño

Desde el punto de vista financiero, son asimilables a un bono cupón cero con vencimiento a un año. Generalmente su valor está expresado como porcentaje de la remuneración anual, o en cantidad de sueldos mensuales. El ejecutivo lo recibe luego de cumplir las metas de desempeño fijadas en el contrato.

2. Bonos convertibles en acciones

Se trata de la combinación de dos instrumentos financieros: un bono simple y una opción de compra de acciones ordinarias emitidas por la empresa.

3. Bonos de mediano y largo plazo

Emitidos de uno a diez años de plazo, son una herramienta adecuada para incentivar ejecutivos, por fuera de los instrumentos contingentes.

1.2. EVIDENCIA EMPIRICA EN ARGENTINA

Vamos a incorporar dos referencias de utilidad para el contexto argentino.

EL POREMIN EN ARGENTINA

En general, el portafolio de remuneraciones de un CEO está compuesto por:

- Salario base mensual
- Gratificación variable anual sujeta a resultados (*Bonus*)
- Incentivos a largo plazo

La mayor parte de su remuneración es el salario base mensual que representa el 59%, el *Bonus* equivale al 32%, y los incentivos a largo plazo tienen una participación considerablemente menor, ya que constituyen el 9% del paquete.

Los incentivos para la alta dirección más utilizados por las empresas en Argentina son los siguientes, según un artículo publicado en Diario La Nación el 15/5/2011:

- Auto de la compañía: el 84% de las firmas asigna vehículos que, en general, son importados y valuados en cifras que superan los \$200.000. En el 98% de los casos, el auto es para el CEO, y en el 94% de los casos, es para los directores.
- Seguro de vida: el 73% de las compañías los otorgan. De todas ellas, el 99% se lo da al CEO y el 95% a los directores.
- Vacaciones adicionales: a sus directores y CEO, es una modalidad utilizada por el 45% de las empresas.
- Planes de pensión: lo aplican el 20% de las empresas, para el CEO y sus directores.

Las *stock-options* constituyen un incentivo poco frecuente, de modo que no encontramos información acerca de los porcentajes de aplicación. En nuestro país se reconoce a este mecanismo como una práctica de incentivo muy utilizada en el exterior pero poco difundida a nivel doméstico. Idéntica situación alcanza a las acciones restringidas (*restricted stocks*), aunque se consideran un incentivo de aplicación creciente, en reemplazo de las denominadas *stock-options*. En algunas empresas de tradición latina es frecuente la adjudicación a los ejecutivos de *Stock Appreciation Rights*.

En términos de montos de compensaciones a sus ejecutivos, las cifras en Argentina, varían de acuerdo al sector al que pertenecen las empresas. En general pagan mayores compensaciones los sectores de negocios agropecuarios, petróleo, consumo masivo, minería, finanzas, tecnología de la información y los laboratorios.

Según datos obtenidos de consultoras especializadas en el área de recursos humanos⁴, los salarios de los CEO's también dependen del número de personas que trabajan en esa empresa, pudiendo establecerse la siguiente escala, solo a efectos ilustrativos:

- Hasta 80 personas: reciben \$650.000 al año en concepto de sueldo y un *Bonus* anual de aproximadamente el 20% del salario anual, lo que implica 2 o 3 sueldos adicionales.
- Hasta 250 personas: perciben anualmente \$910.000 de sueldo y un *Bonus* del 35% del salario. Son aproximadamente 5 sueldos adicionales. En el caso de entidades financieras, este *Bonus* puede alcanzar el 100% del salario anual.
- En grandes empresas, particularmente pertenecientes al sector de consumo masivo y petróleo: su salario anual es de \$1.500.000 y el *Bonus* anual representa entre 5 y 10 sueldos.

El siguiente cuadro resume las cifras mencionadas:

Salario del CEO en Argentina – Mayo de 2011			
Nro de personas que trabajan en la empresa	Salario Anual (en pesos)	Bonus anual (en % del salario anual)	Bonus anual (en Nro de sueldos adicionales)
Hasta 80	650.000	20%	2 ó 3 sueldos
Hasta 250	910.000	35% (hasta 100% en bancos)	5 sueldos
Más de 250 (sector petróleo y consumo masivo)	1.500.000	_____	5 a 10 sueldos

Cuadro 1. (Fuente: elaboración propia, según datos La Nación , 15/5/2011)

En todos los casos, el salario de los directores equivale al 50% del salario básico del CEO, y la alta gerencia recibe entre el 35% y el 25% del básico del CEO.

Estos datos indican que las remuneraciones del CEO en Argentina, están compuestas por un salario base y una gratificación atada a resultados (*Bonus* anual) que representa un porcentaje de dicho salario⁵

Utilización de Bonos en el POREMIN

⁴ En artículo publicado en Diario La Nación del 15/5/2011, las consultoras son: WallChase Partners y Oxford Partners.

⁵ Los CEO's expatriados, constituyen un caso particular. Su remuneración variable es significativa, pudiendo alcanzar 10 o 12 veces su sueldo. Esto implica que anualmente perciben alrededor de 23 sueldos. Se desempeñan en empresas multinacionales donde trabajan entre 3000 y 5000 personas a su cargo.

Algunas encuestas recientes, realizadas por consultoras especializadas en recursos humanos, reflejan una nueva tendencia en la composición de las remuneraciones en Argentina, según indica un artículo publicado en La Nación, en noviembre pasado⁶.

El 80% de las empresas incluyen una parte variable en la remuneración del personal de todas las áreas a fin de lograr que los empleados se sientan comprometidos con la firma. En Argentina, se observaba con frecuencia que solo las remuneraciones de las áreas de ventas, u otras comerciales, tenían una componente variable.

El 84% de las empresas otorgan ajustes salariales selectivos que oscilan entre 2% y 30%, en función de distintas variables de referencia, entre las que se destacan el mérito para alcanzar las metas fijadas y el potencial.

El pago del bono anual se condiciona al desempeño individual, sin embargo, en el caso de ejecutivos con personal a cargo, también se valora la gestión de planificación. Es importante destacar que en algunas áreas de la empresa, la obtención de resultados a nivel corporativo y del área resulta más valiosa que el logro de resultados individuales. De modo que algunas empresas han incorporado mecanismos de estímulo y desaliento para el pago de bonos, según los resultados que desean obtener por área o por acción, en función de la estrategia de la compañía.

Los empleados, por su parte, le asignan más importancia a la remuneración y los beneficios que al clima laboral. En este sentido, el bono anual y los beneficios cobran mayor preferencia que el sueldo. Comienza a surgir el concepto de compensación total anual como síntesis de un paquete que incluye aspectos económicos y también beneficios⁷.

1.3. EVIDENCIA EMPIRICA EN ESTADOS UNIDOS

Murphy (1998), analizó la composición del paquete de remuneraciones a ejecutivos en Estados Unidos, entre 1992 y 1996, considerando ocho grupos de empresas diferenciadas por sector de actividad al que pertenecen y por tamaño.

Se observa que en el año 1992 el salario representaba en el menor de los casos el 35% y en el mayor el 56% del paquete de remuneraciones, el *bonus* era del 15% y del 21% respectivamente, mientras que las opciones iban del 11% al 29%.

Año tras año, la composición de estos portafolios no se modificó, sin embargo, cambiaron las proporciones de cada ítem. El salario representó un porcentaje cada vez menor, al tiempo que las opciones se fueron incrementando.

Finalmente, en el año 1996, los porcentajes observados son los siguientes: el salario era del 21% en el menor de los casos y el 42% en el mayor, el *bonus* representaba entre 18% y el 26%, y las opciones entre el 17% y el 39% del portafolio, respectivamente.

⁶ La Nación, 13/11/2011. "Más bonos y nuevos beneficios", por Javier Blanco Toledo

⁷ Si bien no es objeto del presente trabajo, cabe destacar que se privilegia el otorgamiento de beneficios que mejoran la calidad de vida de los empleados. (Ejemplos: jornada flexible, jornada reducida los días viernes).

1.4. COMPARACION DEL PAQUETE DE REMUNERACIONES EN ARGENTINA Y EN ESTADOS UNIDOS

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, es posible afirmar que las componentes del portafolio de remuneraciones de un CEO son las mismas en Estados Unidos y en Argentina, sin embargo, varían sus proporciones. En la sección 1.2. se detallaron las proporciones para los paquetes en Argentina al mes de mayo del año 2011. Veamos ahora cuáles son las cifras para Estados Unidos, según datos recopilados a idéntica fecha⁸.

En Estados Unidos el salario base mensual constituye un porcentaje menor dentro del portafolio, es solo el 2%. El Bonus equivale al 43%, mientras que los incentivos a largo plazo son la mayor componente del paquete, con el 53%. Los ejecutivos, perciben otros beneficios, tales como acciones de la compañía, planes de pensión o auto, que representan el 2% del portafolio. Destacamos que la magnitud de estos otros beneficios es la misma que el sueldo base mensual (2%).

2. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL POREMIN

El paquete de remuneraciones es importante porque ofrece incentivos a un trabajo altamente calificado, resuelve conflictos de intereses y motiva a los cuadros gerenciales. Simultáneamente, abre una ventana a abusos como quedó de manifiesto en los casos de Enron o la crisis del 2008 y 2009⁹. Por lo tanto, veamos los aspectos positivos y negativos del llamado Portafolio de Remuneraciones e Incentivos.

2.1. ASPECTOS POSITIVOS

Fama, Jensen, Murphy, entre otros¹⁰, analizaron el tema de remuneraciones e incentivos desde el punto de vista de las Relaciones de Agencia, campo de estudio al que estos autores contribuyeron decididamente.

El enfoque de la relación de agencia da una respuesta positiva porque establece mecanismos para fortalecer esa relación.

Recordemos que la expresión Relación de Agencia (Jensen-Smith, 1985) se refiere a una relación persistente a lo largo del tiempo entre dos partes: una llamada Principal, otra llamada Agente. Las dos partes pueden ser individuos o grupos.

Para que la relación se transforme en Relación de Agencia deben cumplirse tres condiciones:

- a. El Agente compromete diligencia, buena fe y lealtad en el cumplimiento de ciertos objetivos o comportamientos requeridos por el Principal.

⁸ Diario La Nación, 15/5/2011.

⁹ Un análisis detallado del caso Enron se encuentra en Apreda (2007). Para la crisis del 2008-2009, ver el trabajo de Apreda sobre Minsky (2012)

¹⁰ Ver detalles en referencias bibliográficas.

- b. El Principal compensará los compromisos asumidos por el Agente, en general mediante vehículos establecidos en un contrato vinculante.
- c. El Agente se hará responsable de los compromisos asumidos.

El acierto de Jensen y Smith consistió en destacar que existen mecanismos financieros y organizativos que pueden aplicarse para fortalecer las relaciones de agencia.

En síntesis, podemos mencionar como un objetivo positivo del Poremin el alineamiento de los intereses de gerentes y directores con los intereses de los propietarios.

2.2. ASPECTOS NEGATIVOS

La relación de agencia es vulnerable al llamado Comportamiento Oportunístico.

Se considera que un agente económico ejerce comportamiento oportunístico (Apreada, 2005) cuando acepta las condiciones establecidas en la relación de agencia sólo si lo benefician, pero también está dispuesto a ignorarlas en caso que fueran contrarias a sus intereses. El agente persigue otros objetivos además de alcanzar su propio interés, por lo tanto utilizará toda la información disponible para manejarla en su beneficio personal. Finalmente, será capaz de tomar sus decisiones aún engañando, manipulando, incumpliendo contratos y violando los marcos de la ley.

En este sentido, los portafolios de remuneraciones basados en las relaciones de agencia son insuficientes porque no pueden administrar eficazmente comportamientos oportunistas de los agentes y de los principales, en términos de la utilización de información asimétrica de una de las partes en perjuicio de la otra.

2.3. DOS CONTRIBUCIONES CRITICAS

Estudios sucesivos de los portafolios de remuneraciones han tratado de superar alguna de las limitaciones del enfoque de la relación de agencia. Uno de ellos debido a Murphy (1998) proporcionó evidencia empírica en los Estados Unidos y dió respuesta positiva a la pregunta acerca de si los portafolios de remuneraciones que protegían la relación de agencia también incorporaban valor a las empresas en el mediano y largo plazo. La crítica de Murphy, que es defensor del enfoque de agencia, consistió en señalar que sólo con instrumentos financieros de tipo contingente no se alcanzan los resultados que se observan en la práctica a menos que los portafolios incorporen los restantes instrumentos.

2.3.1 La contribución de Murphy

Las componentes de ese portafolio, para Murphy (1998), son las siguientes:

1. Básico
2. Plan Anual de *Bonus* (*Annual Bonus Plans*)
3. Sueldo Opciones sobre acciones (*Stock Options*)
4. Planes de retiro

En referencia al Plan Anual de *Bonus*, cabe destacar que Murphy analiza datos provenientes de una encuesta realizada por Towers Perrin, cuya muestra fueron 177 empresas cotizantes. Excluye empresas privadas, extranjeras y subsidiarias.

Si bien la composición de los planes es heterogénea según la empresa e industria consultadas, es posible afirmar que los *bonus plans* se clasifican en función de tres componentes básicos:

- i. Medidas de desempeño (*performance measures*) basadas en resultados que hacen crecer a las empresas (rentas, tecnología incorporada).
- ii. Normas de funcionamiento (*performance standards*) que se determinan para cada medida de desempeño contable
- iii. Estructura pago-rendimiento: la mayor parte de las empresas adopta el plan “80/120”, esto implica que no pagará el *bonus* a menos que la *performance* supere el 80% de la *performance* estándar. El tope del bono estará definido cuando la *performance* exceda el 120% del valor estándar.

La utilidad contable es la variable de referencia que determina la aplicación del *bonus* plan. En este sentido, Murphy sostiene que las medidas contables presentan dos desventajas: por una parte son cortoplacistas, y por otra pueden manipularse con ajustes discrecionales.

Tanto las decisiones como las tareas cotidianas desarrolladas por la alta gerencia influyen en la rentabilidad que la empresa obtiene a fin del ejercicio contable. Si los gerentes se esforzaran solo por aumentar las medidas de rendimiento contables, podrían estar omitiendo acciones que reduzcan esas medidas de corto plazo y que, en cambio, incrementen el rendimiento a largo plazo.

2.3.2. La contribución de Bebchuk

Entre los críticos al enfoque basado exclusivamente en relaciones y contratos de agencia, Bebchuk y Fried (2003) destacaron una contradicción interna en dicho enfoque de agencia. Afirman que las remuneraciones y los incentivos se diseñan con el propósito de reducir los problemas de agencia existentes entre accionistas, directores y gerentes, sin embargo, terminan convirtiéndose en un problema de agencia aún más grande y complicado que el que tratan de reducir.

En el intento de mitigar los problemas de agencia surgen nuevos problemas y cambia la relación de agencia original. Este fenómeno de realimentación de los problemas de agencia, lo explican Bebchuk y Fried por medio de cuatro factores:

- a. La gerencia es un agente político en las organizaciones: absorbe poder.
- b. La alta gerencia utiliza ese poder para definir e implementar agendas que no necesariamente coinciden con la relación de agencia original.
- c. La alta gerencia encuentra en sus abusos un límite natural: el ultraje que produce en los *stakeholders* y los *gatekeepers* la práctica abusiva en sus propias remuneraciones.

- d. Para reducir el impacto del ultraje acuden al *camouflaje* contable e informativo de sus remuneraciones por medio de manipulaciones contables y organizacionales. Una vez diseñado el portafolio, se presenta la etapa de su implementación. Para la alta gerencia esto implica costos y restricciones que provienen del camuflaje.

2.4. EL CONTEXTO DE GOBERNANCIA A LA LATINA

Las contribuciones analizadas dependen de un contexto de gobernancia a la anglosajona. Aunque algunas de sus observaciones o prescripciones son aplicables al contexto latinoamericano, otras no.

Cuando se analiza el Poremin en el contexto de gobernancia a la latina de países continentales (o, simplemente, de gobernancia a la latina), hay que tener en cuenta que el paradigma de gobernancia es muy diferente, por lo tanto, el diseño del Poremin debe considerar esta realidad alternativa y excluyente.

En particular, podemos destacar que a diferencia de lo que ocurre en la gobernancia anglosajona, las grandes empresas en la gobernancia a la latina tienen una estructura de capital concentrada en pocas manos, porque son empresas familiares y cerradas por décadas. Cuando asumen el poder de esas empresas hijos y más tarde primos, las gerencias son externas y profesionales, y los grupos familiares dominantes son reacios a las compensaciones vinculadas a la entrega de acciones a los gerentes.

3. LAS MANIFESTACIONES BÁSICAS DEL COMPORTAMIENTO OPORTUNÍSTICO

En la sección 2.2., expresamos una breve definición de comportamiento oportunístico. Sin embargo, a los efectos del presente trabajo, consideramos de importancia destacar las dos manifestaciones básicas del comportamiento oportunístico. Se trata de:

- La búsqueda de rentas oportunísticas (“*rent-seeking*”)
- El complaciente Dispendio Presupuestario (“*soft-budget-constraint*”)

3.1. BUSQUEDA DE RENTAS OPORTUNISTICAS

En la práctica, es innegable que la alta gerencia y el directorio persiguen el ejercicio del poder. En parte porque la gerencia maneja a la empresa en base diaria (cotidianamente) y en parte porque el directorio está naturalmente asociado a las tareas de la alta gerencia.

No es sorprendente entonces que una de las manifestaciones de ese poder se traduzca en la discrecionalidad¹¹ a la hora de administrar flujos de caja¹². Debemos aclarar que la expresión “búsqueda de rentas oportunísticas”¹³ manifiesta un comportamiento

¹¹ Ver sección 4.3. para mayor detalle acerca de los flujos de caja discrecionales.

¹² Nos vamos a referir a los flujos de caja discrecionales en la sección 4.3.

¹³ Tullok (1998, 1993) fue el descubridor de este proceso dentro del sector público. La extensión del mismo a nivel empresarial se puede encontrar en Apreada (2004).

oportunistico en el peor de los sentidos porque implica manipulación, engaño e intencionalidad a la hora de perjudicar intereses de terceras partes. Con más precisión:

Por **búsqueda de rentas oportunisticas** (Apreada, 2007) entendemos un proceso llevado a cabo por la alta gerencia y directorio con las siguientes características:

- Está basado en construcciones de alta racionalidad
- Es intencional y oportunistico
- Captura flujos de caja que normalmente deben dirigirse a otros *stakeholders* de la organización
- Los objetivos para este proceso no coinciden en general con los objetivos formales de la organización.

Es frecuente en las gobernancias a la latina que este comportamiento no es solo atributo de gerentes y directores, sino de los mismos grupos familiares dominantes que controlan la empresa.

A la hora de diseñar el Poremin se abre la puerta a comportamientos abusivos como el que estamos considerando. La experiencia de numerosos escándalos corporativos nos enseña que al establecer el Poremin deberíamos erradicar la introducción de la búsqueda de rentas oportunisticas. En Argentina, al menos para las empresas cotizantes, esta tarea es responsabilidad directa del Comité de Auditoría.

3.2. COMPLACIENTE DISPENDIO PRESUPUESTARIO

Asociado con el comportamiento de búsqueda de rentas oportunisticas, encontramos otro comportamiento perverso que termina destruyendo valor en las organizaciones y denominado “complaciente dispendio presupuestario”¹⁴ (“*soft-budget-constraint*”).

También encontramos en este comportamiento discrecionalidad y abuso en el manejo de los flujos de caja. Pero en lugar de buscar rentas económicas excedentes de modo oportunistico, como ocurría en la conducta anterior, ahora nos encontramos con un escenario en el cual los gerentes y directores utilizan los flujos de caja que generan los activos¹⁵ para desviarlos a aplicaciones que los favorezcan en sus agendas por medio del consumo presente o futuro de esos flujos de caja. O sea, mientras que en la conducta del apartado anterior se crean las rentas, en este comportamiento se usan.

En rigor, el complaciente dispendio presupuestario (Kornai, 1979) es un proceso caracterizado por los siguientes aspectos:

- Desprecio por la cultura presupuestaria de la organización.
- Reasignación de flujos de caja a objetivos que no se pueden justificar desde una responsable actitud presupuestaria.

¹⁴ Kornai (1979) fue el primero en conceptualizar esta conducta en el sector público, que admite una inmediata extensión al sector corporativo (Apreada, 2002)

¹⁵ Más detalles sobre flujos discrecionales asociados a los generados por los activos en la sección 4.3.

- Utilización de las rentas oportunistas para el consumo presente o futuro de gerentes y directores.
- Firmes expectativas de que frente a las consecuencias adversas de este comportamiento, habrá asistencia financiera auxiliar por parte de accionistas, acreedores, o el Estado.

En las gobernancias a la latina además de los gerentes y directores, muchas veces son los mismos grupos empresariales dominantes quienes abusan de este recurso de mala gobernancia, amparados por el clientelismo político que, en ocasiones, cultivan algunos gobiernos en Europa y América Latina: por ejemplo, por medio de salvatajes de los bancos estatales, perdón fiscal o crédito subsidiado.

4. EL MODELO DE FLUJOS DE CAJA INCREMENTALES

El modelo de flujos de caja incrementales es un instrumento que permite justificar el diseño del Poremin. Además contribuye a detectar y prevenir los aspectos negativos mencionados en la sección 2.2.

A continuación, procedemos a su desarrollo¹⁶.

4.1. EL MODELO DE FLUJOS DE CAJA INCREMENTALES

En toda corporación se presenta la siguiente relación dinámica entre sus flujos de caja: los activos generan flujos de caja incrementales¹⁷ y excedentarios que deben ser destinados o dirigidos a sus acreedores y a sus dueños o propietarios (accionistas). De manera que:

$$\begin{aligned} \Delta (\text{flujos de caja generados por los activos}) = \\ \Delta (\text{flujos de caja dirigidos o destinados a los acreedores}) + \\ + \Delta (\text{flujos de caja dirigidos o destinados a los accionistas}) \end{aligned}$$

Por lo tanto, simplificando la notación, la ecuación que propone el modelo es:

$$\Delta \text{FC (activos)} = \Delta \text{FC (acreedores)} + \Delta \text{FC (accionistas)} \quad (1)$$

El mensaje del modelo consiste en señalar que los flujos excedentarios generados por los activos, o medida de creación de valor económico estimado, es la fuente de los fondos que terminan distribuyéndose a los proveedores de financiación a la empresa.

El modelo de flujos de caja se construye con información que proporcionan los Estados Contables (Balance General y Estado de Resultados) y puede calcularse tanto en términos

¹⁶ Una presentación introductoria se encuentra en Ross et al. (2009), capítulo 2.

¹⁷ Seguiremos la costumbre en Finanzas Corporativas de señalar los flujos de caja incrementales anteponiéndoles el símbolo griego de la letra “delta”, que se lee “incremento” y se simboliza Δ .

ex-ante (estimado, presupuestado), como ex-post (histórico). En la evaluación ex-ante, se proyecta o estima el balance al fin del período y el Estado de Resultados es también estimado.

A continuación, explicamos cada una de sus componentes.

a. El flujo de caja generado por los activos

Está formado por las variaciones de los flujos de caja originados en la actividad operativa de la empresa, las variaciones de los flujos de caja provenientes de provisiones al capital de trabajo y las variaciones de los flujos de caja por provisiones a los activos no corrientes.

Los flujos de caja generados por los activos se expresan de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos)} &= \Delta \text{FC (operativo)} - \Delta \text{FC (provisiones al capital de trabajo)} - \\ &\quad - \Delta \text{FC (provisiones a los activos no corrientes)} \end{aligned} \tag{2}$$

Del lado de los activos, son tres las áreas que generan flujos de caja: la parte operativa, el capital de trabajo requerido para mantener la actividad de la empresa y finalmente, las inversiones en activos no corrientes. Exploramos cada una de ellas con mayor detalle:

a1. Flujo de caja operativo

Desde el Estado de Resultados, es posible determinar el flujo de caja operativo de la empresa, aplicando la siguiente ecuación:

$$\Delta \text{FC (operativo)} = \text{EBIT} + \text{depreciación} - \text{impuestos} \tag{3}$$

El EBIT (*earnings before interests and taxes*) es el resultado obtenido por la actividad operativa de la empresa antes de descontar los intereses (por pasivos no corrientes) y los impuestos. Por lo tanto, el EBIT incluye tanto los ingresos por ventas como los egresos por costos, intereses a pagar por obligaciones a corto plazo y gastos diversos (comercialización, administración, entre otros). En particular, nos interesa destacar que los costos en concepto de remuneraciones a ejecutivos y directores están incluidos en el EBIT. Volveremos sobre el particular en la próxima sección cuando desarrollamos la versión ampliada del modelo de flujos de caja incrementales.

Contablemente, las depreciaciones representan un ítem de gastos que no genera movimientos reales de efectivo, por lo tanto, a la hora de calcular el flujo de caja operativo es necesario volver a sumarlas al EBIT.

Finalmente, se restan los impuestos porque su pago genera flujos de caja en el ejercicio corriente.

a2. Flujo de caja provisiones al capital de trabajo

Recordemos que las inversiones y desinversiones en el capital de trabajo¹⁸ requerido por la empresa generan flujos de caja. El modelo propone tomar en consideración las variaciones que se estiman en dichos flujos, comparando el capital de trabajo existente al final del período bajo estudio con respecto al capital de trabajo existente al inicio del mismo¹⁹. De modo que:

$$\begin{aligned} & \Delta \text{FC (provisiones al capital de trabajo)} = \\ & = \Delta \text{FC (provisiones al capital de trabajo al final del período)} - \\ & - \Delta \text{FC (provisiones al capital de trabajo al inicio del período)} \end{aligned} \tag{4}$$

a3. Flujo de caja provisiones a los activos no corrientes

El modelo prevee que todas las inversiones que realiza la empresa en los rubros activos fijos, intangibles e inversiones financieras a mediano y largo plazo, generan flujos de caja como así también las desinversiones. Estas variaciones en activos no corrientes se obtienen comparando los valores al final de período con respecto al inicio. Su expresión es:

$$\begin{aligned} & \Delta \text{FC (provisiones a los activos no corrientes)} = \\ & \Delta \text{FC (provisiones a los activos no corrientes al final del período)} - \\ & - \Delta \text{FC (provisiones a los activos no corrientes al inicio del período)} \end{aligned} \tag{5}$$

Reiterando lo antes mencionado con respecto a que las depreciaciones no generan flujos de caja, el modelo requiere que las variaciones a los activos no corrientes sean consideradas en términos brutos.

De la ecuación (5), sería posible desagregar las inversiones no corrientes, aislando los flujos de caja relacionados con el portafolio de inversiones a mediano y largo plazo de la empresa. Volveremos sobre el particular en la próxima sección al momento de considerar el modelo en su versión ampliada.²⁰

b. El flujo de caja dirigido a los acreedores

¹⁸ Contablemente, se entiende por capital de trabajo a la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. O sea: Capital de Trabajo (t) = Activo corriente (t) - Pasivo corriente (t)

¹⁹ Otra forma de calcular la variación del flujo por capital de trabajo sería la siguiente: $\Delta \text{FC (capital de trabajo)} = [\text{activo corriente (final del período)} - \text{pasivo corriente (final de período)}] - [\text{activo corriente (inicio del período)} - \text{pasivo corriente (inicio del período)}]$

²⁰ Ver sección 4.2., punto e), ecuación (13)

En términos de flujos de caja, una empresa se relaciona con sus acreedores toda vez que les devuelve el dinero que le prestaron, a través de cancelaciones de principal o de recompra de deuda²¹; cuando paga intereses sobre esa deuda; y en ocasión de pedirles un nuevo préstamo. El flujo de caja destinado a los acreedores se construye de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (acreedores)} = & \text{intereses} + \text{cancelación de principal} + \\ & + \text{recompra de deuda} - \text{emisión de nueva deuda} \end{aligned} \quad (6)$$

c. El flujo de caja dirigido a los accionistas

Las componentes de los flujos de caja para los propietarios, dueños o accionistas de la empresa son: los flujos originados en pagos de dividendos, en recompra de acciones y los flujos provenientes de la emisión de nuevas acciones. Su ecuación es la siguiente:

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (accionistas)} = & \text{dividendos} + \text{recompra de acciones} - \\ & - \text{nueva emisión de acciones} \end{aligned} \quad (7)$$

Hemos desarrollado el modelo de flujos de caja incrementales en su versión simple. A continuación, nos ocuparemos de la versión ampliada.

4.2. EL MODELO AMPLIADO DE FLUJOS DE CAJA INCREMENTALES

En base al modelo simple de flujos de caja incrementales, desarrollado en la sección anterior, procederemos a incorporar las adaptaciones necesarias hasta alcanzar la versión ampliada que nos permitirá detectar y prevenir los aspectos negativos del portafolio de remuneraciones e incentivos. Por lo tanto, vamos a explicitar aquellas componentes del modelo que nos interesan para distinguir algunos flujos específicos del Poremin.

a) Partiendo de la ecuación (2),

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos)} = & \Delta \text{FC (operativo)} - \Delta \text{FC (previsiones al capital de trabajo)} - \\ & - \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes)} \end{aligned}$$

Nos ocuparemos en primer lugar de los flujos de caja operativos, y repasamos su composición, de acuerdo a la ecuación (3),

$$\Delta \text{FC (operativo)} = \text{EBIT} + \text{depreciación} - \text{impuestos}$$

b) Recordemos que el EBIT contiene las remuneraciones a ejecutivos y directores, tal como señalamos en la sección anterior. Nos interesa aislar esta componente para dirigirla a un bloque específico, lo que conduce a un nuevo EBIT que llamaremos “ampliado”. A

²¹ Entendemos por recompra de deuda, las cancelaciones de principal que la empresa realiza de modo anticipado a la fecha de vencimiento establecida en los contratos pertinentes.

partir de ahora, el EBIT (ampliado) será el EBIT (tradicional) al que le hemos desagregado (o discriminado) las remuneraciones de ejecutivos y directores. Su ecuación es:

$$\begin{aligned} \text{EBIT(tradicional)} &= \text{EBIT(ampliado)} - \\ &- \Delta \text{FC (remuneraciones de ejecutivos y directores)} \end{aligned} \quad (8)$$

Ilustración numérica:

Observemos el siguiente cuadro (en unidades monetarias):

Ventas = 210	Costos mercaderías vendidas = 60
Gastos = 30	Remuneraciones alta gerencia y directorio = 20

Comprobemos que EBIT (tradicional) = 100; y EBIT (ampliado) = 120

$$\begin{aligned} \text{Ventas} - \text{Costos} - \text{Gastos} - \text{Remuneraciones} &= \text{Ebit tradicional} \\ 210 - 60 - 30 - 20 &= 100 \end{aligned}$$

Reemplazando en (8):

$$\begin{aligned} \text{EBIT(tradicional)} &= \text{EBIT(ampliado)} - \Delta \text{FC (remuneraciones de ejecutivos y directores)} \\ 100 &= 120 - 20 \end{aligned}$$

Despejando;

$$\begin{aligned} \text{EBIT(ampliado)} &= \text{EBIT(tradicional)} + \Delta \text{FC (remuneraciones de ejecutivos y directores)} \\ 120 &= 100 + 20 \end{aligned} \quad (9)$$

c) A fin de obtener la variación de flujo de caja operativo, reemplazamos en la ecuación (3),

$$\Delta \text{FC (operativo)} = \text{EBIT} + \text{depreciación} - \text{impuestos}$$

Re-expresamos el flujo de caja operativo, en función de la ecuación (9), y entonces obtendremos el flujo de caja operativo “ampliado”:

$$\Delta \text{FC (operativo ampliado)} = \text{EBIT (ampliado)} + \text{depreciación} - \text{impuestos} \quad (10)$$

d) Podemos calcular el nuevo flujo de caja generado por los activos, reemplazando en la ecuación (2). Lo llamaremos $\Delta \text{FC (activos ampliado)}$ y podríamos expresarlo de las dos maneras siguientes,

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos, ampliado)} &= \Delta \text{FC (operativo ampliado)} - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones al capital de trabajo)} - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes)} \end{aligned} \quad (11)$$

o también,

$$(12)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos, ampliado)} &= [\text{EBIT (ampliado)} + \text{depreciación} - \text{impuestos}] - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones al capital de trabajo)} - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes)} \end{aligned}$$

¿Cuál es el destino del ΔFC (remuneraciones de ejecutivos y directores)? Se dirige al segundo miembro del modelo de flujos de caja incrementales (está restando en (8) y pasa sumando), de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos, ampliado)} &= \Delta \text{FC (acreedores)} + \Delta \text{FC (accionistas)} + \\ &+ \Delta \text{FC (remuneraciones de ejecutivos y directores)} \end{aligned} \tag{13}$$

e) De las previsiones a los activos no corrientes, es posible aislar el portafolio de inversiones no corrientes a fin de obtener la versión ampliada de esos flujos, y nos quedará:

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes, tradicional)} &= \\ \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes, ampliado)} &+ \\ + \Delta \text{FC (portafolio de inversiones no corrientes del período)} & \end{aligned} \tag{14}$$

La ecuación (14) nos permite re-exresar los flujos de caja, en versión ampliada en función de las previsiones a activos no corrientes, mostrando por separado los flujos originados en las inversiones no corrientes de la empresa. Destacamos la importancia de esta instancia del modelo ya que el portafolio de inversiones es propicio para desempeñar comportamientos oportunistas por parte de la alta gerencia y directores.

O sea, la ecuación (12) tendrá como expresión final, gracias a (14):

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos, ampliado)} &= [\text{EBIT (ampliado)} + \text{depreciación} - \text{impuestos}] - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones al capital de trabajo)} - \\ &- \Delta \text{FC (previsiones a los activos no corrientes, ampliado)} \end{aligned} \tag{15}$$

¿Cuál es el destino del ΔFC (portafolio de inversiones no corrientes del período)? Se dirige al segundo miembro del modelo simple de flujos de caja (está sumando en (14) y pasa sumando). O sea, aprovechando (13)

$$\begin{aligned} \Delta \text{FC (activos, ampliado)} &= \Delta \text{FC (acreedores)} + \Delta \text{FC (accionistas)} + \\ &+ \Delta \text{FC (remuneraciones de ejecutivos y directores)} + \end{aligned} \tag{16}$$

+ Δ FC (portafolio de inversiones no corrientes del período)

f) Para concluir, diremos que la ecuación final del modelo ampliado, surge de reemplazar en la ecuación (1) del modelo simple:

$$\Delta \text{ FC (activos)} = \Delta \text{ FC (acreedores)} + \Delta \text{ FC (accionistas)}$$

el resultado expuesto en (16).

Si nos preguntáramos cuál es la composición del último término de la ecuación, o si tuviésemos que describir las componentes internas de los flujos de caja que se dirigen a ejecutivos y directores, encontraríamos la siguiente estructura²² (Apreada, 2007):

$$\begin{aligned} \Delta \text{ FC (remuneraciones de alta gerencia y directores)} &= \\ &= \Delta \text{ FC (sueldo básico fijo)} + \Delta \text{ FC (beneficios adicionales)} + \\ &+ \Delta \text{ FC (cuenta de gastos corporativa)} + \Delta \text{ FC (bonos de desempeño de corto plazo)} + \\ &+ \Delta \text{ FC (bonos de desempeño de largo plazo)} + \Delta \text{ FC (ingresos diferidos que son} \\ &\text{devengados en el período)} + \Delta \text{ FC (préstamos de la empresa con repago diferido y} \\ &\text{subsidiado)} + \Delta \text{ FC (componentes contingentes)} + \Delta \text{ FC (honorarios directores)} + \\ &+ \Delta \text{ FC (incentivos para directores que no se consideraron en otros rubros)} + \\ &+ \Delta \text{ FC (componentes extracontables de remuneraciones a alta gerencia y directores)} \end{aligned}$$

4.3. FLUJOS DE CAJA REGULATORIOS, RESIDUALES, CONTRACTUALES Y DISCRECIONALES

El Poremin puede explicarse desde la perspectiva de los flujos de caja incrementales. Por medio del modelo ampliado de flujos de caja, estamos ahora en condiciones de vincular el portafolio de remuneraciones con los aspectos positivos y negativos del portafolio, señalando las fuentes del comportamiento oportunístico.

²² Esta estructura es indicativa. No es la única, ni la mejor, porque en cada caso hay que tener en cuenta el país, su legislación laboral, el tipo de empresa. Se trata de una propuesta operacional a los fines del presente trabajo porque consideramos que se relaciona en mayor medida con la composición del Poremin que describimos en la sección 1.

Vamos a utilizar una estructura matricial que muestre la relación conjunta de las siguientes variables de análisis (ver cuadro en la página 26):

a) En las filas, se incorpora la estructura interna de cada flujo de caja incremental, de acuerdo al modelo de flujos.

b) En las columnas, se clasifican los flujos de caja en cuatro categorías: regulatorios, contractuales, discrecionales y residuales. Se observa que en las dos últimas columnas se destacan los comportamientos oportunistas sobre los cuales gerentes, directores y dueños pueden ponerlos en práctica.

La categorización mencionada para los flujos de caja se basa en tres variables de análisis: la naturaleza, el mecanismo de cálculo, y la fecha esperada de percepción de dichos flujos.

En los flujos de caja **regulatorios** es el regulador quien tiene potestad sobre el diseño de las tres variables de análisis.

En los flujos de caja **contractuales**, la naturaleza, el mecanismo de cálculo, y los vencimientos de los flujos quedan establecidos en los contratos subyacentes.

Para los flujos de caja **discrecionales**, los gerentes y directores tienen el poder de diseñarlos en términos de las tres variables de análisis.

Finalmente, los flujos de caja **residuales** se obtienen de la diferencia entre flujos correspondientes a ingresos de caja con respecto a los egresos de caja. Son el excedente que queda, o el residuo. En general son aleatorios. Quienes pueden influir en estos flujos, su naturaleza, mecanismos de cálculo y fechas de percepción, son los gerentes, directores, y también los propietarios.

LA DISTRIBUCION DEL PODER SOBRE LOS FLUJOS DE CAJA INCREMENTALES					
Flujo de Caja Incremental Global	Flujo de Caja Incremental Específico	Flujo de Caja Contractual	Flujo de Caja Regulatorio	Flujo de Caja Discrecional (búsqueda de rentas oportunísticas y de complaciente dispendio presupuestario)	Flujo de Caja Residual (búsqueda de rentas oportunísticas y de complaciente dispendio presupuestario)
Flujos de Caja Generados por los Activos FCA	EBIT	Complementario	Complementario	Dominante	Dominante
	Impuestos	No relevante	Dominante	No relevante	No relevante
	Depreciación	No relevante	Complementario	Dominante	No relevante
	Previsión en Capital de Trabajo	Relevante en algunos rubros	Relevante en algunos rubros	Dominante	Complementario
	Previsión Inversión en Activos no Corrientes	No relevante	Relevante en algunos rubros	Dominante	Complementario
Flujos de Caja Destinados a los Acreedores FCD	Intereses	Dominante	No relevante	Complementario	No relevante
	Cancelación Principal	Dominante	No relevante	Complementario	No relevante
	Recompra de Deuda	Relevante en algunos casos	Complementario	Dominante	Complementario
	Nueva Emisión de Deuda	Complementario	Complementario	Dominante	No relevante
Flujos de Caja Destinados a los Accionistas FCC	Dividendos	Complementario	Complementario	Dominante	Dominante
	Rescate de acciones	Relevante en algunos casos	Complementario	Dominante	Complementario
	Emisión de nuevas acciones	Complementario	Complementario	Dominante	No relevante
	Compra transitoria de acciones “para depositar en tesorería”	No relevante	No relevante	Dominante	Complementario

5. RENTABILIDAD Y RIESGO DEL POREMIN

En esta sección nos ocuparemos del Poremin aprovechando el moderno enfoque financiero de portafolios introducido por Harry Markowitz en la década de los 50, en el siglo pasado.

En primer lugar, describiremos la naturaleza del Poremin y su estructura. Luego analizaremos la rentabilidad de este portafolio y, finalmente, nos ocuparemos de lo que Markowitz denominó “el riesgo total de un portafolio”.

5.1. NATURALEZA Y ESTRUCTURA DEL POREMIN

Es necesario hacer una distinción entre portafolios desde la perspectiva del inversor, con respecto al Poremin.

El portafolio para los inversores es un conjunto de activos financieros que el inversor compra para mantenerlos en cartera durante un cierto período al fin del cual eventualmente serán vendidos. El inversor puede optar por armar portafolios de activos individuales, o armar portafolios de portafolios, en los cuales cada portafolio componente funciona como si fuera un activo individual. Por lo tanto, el inversor elige entre una variedad (a veces muy grande) de activos o portafolios obtenibles en el mercado.

El Poremin es un portafolio muy particular porque “el inversor” es el ejecutivo de una empresa y esta última es la que selecciona contractualmente la composición de su cartera.

Aprovechando la estructura básica del Poremin establecida en la sección 1.1. podemos descomponerlo en 3 grupos de activos, o alternativamente, 3 portafolios de activos. Ellos eran:

- a) Componentes no ligadas al desempeño de la empresa. Las denominaremos (NODEMP)
- b) Componentes ligadas al desempeño de la empresa. Las denominaremos (DEMP)
- c) Componentes ligadas al desempeño del ejecutivo. Las denominaremos (DEJEC)

Veamos estas componentes con más detalle.

- a) Componentes no ligadas al desempeño de la empresa (NODEMP)

En este portafolio se incluyen la remuneración mensual, los beneficios adicionales y la cuenta de gastos corporativa.²³

La característica común de estos rubros es que se pueden asimilar a lo que se llama en finanzas activo libre de riesgo²⁴, sea porque representan caja, o porque al excedente de caja

²³ La descripción de estas componentes se encuentra en la sección 1.1. En caso de la cuenta de gastos corporativa, el ejecutivo va a considerar solo una parte de estas como un activo para él.

el ejecutivo lo puede invertir en plazos fijos que en finanzas son asimilables a activos libres de riesgo.

En consecuencia, la rentabilidad de este portafolio denominado NODEMP

$$E [R_{(\text{NODEMP})}]$$

será igual a cero si el 100% de la tenencia es caja, o será mayor a cero si una parte de la tenencia está en plazo fijo.

Además, el riesgo total del portafolio NODEMP es igual a cero porque está libre de riesgo. O sea,

$$\sigma_{(\text{NODEMP})} = 0$$

b) Componentes ligadas al desempeño de la empresa (DEMP)

Las componentes principales son: *stock options* emitidas por la empresa, *stock appreciation rights*, *restricted stock* y *phantom stock*.

La característica común de estas componentes es que quedan expuestas al riesgo no-sistemático, específico de la empresa.

La rentabilidad de este portafolio DEMP

$$E [R_{(\text{DEMP})}]$$

es positiva, negativa o igual a cero, como cabe esperar de los activos riesgosos. Por otra parte, el riesgo total es mayor que cero. O sea,

$$\sigma_{(\text{DEMP})} > 0$$

c) Componentes ligadas al desempeño del ejecutivo (DEJEC)

Las componentes más habituales son: bonos de desempeño, bonos convertibles en acciones, bonos de mediano y largo plazo. Los dos primeros son instrumentos financieros riesgosos y contingentes. Los últimos, en general, son retenidos por la empresa hasta el vencimiento y se pueden asimilar a activos libres de riesgo.

5.2. RENTABILIDAD ESPERADA DEL POREMIN

De acuerdo a la Teoría de Portafolios²⁵, supongamos un portafolio P,

²⁴ Se dice que F es activo libre de riesgo si:

$$E_t [R_{(F)}] = R_{T(F)}$$

O sea, que no hay riesgo de que $R_{(F)}$ en el momento T, difiera de $E [R_{(F)}]$ en el momento t.

²⁵ Harry Markowitz (1952)

$$P = \langle x_1; x_2; \dots; x_N \rangle$$

en donde las x indican las proporciones de riqueza inicial que asignamos a cada uno de los N activos financieros o portafolios que compramos. Sigue que su rentabilidad esperada en el horizonte:

$$H = [t, T]$$

viene dada por la expresión:

$$E [R_{(P)}] = \sum x_j \cdot E [R_{(A_j)}]$$

$$(j= 1; 2; \dots; N)$$

donde $A_{(j)}$ se refiere al activo o portafolio j .

¿Cómo será entonces la rentabilidad esperada del Poremin?

$$E [R_{(POREMIN)}] = x_{(NODEMP)} \cdot E[R_{(NODEMP)}] + x_{(DEMP)} \cdot E[R_{(DEMP)}] +$$

$$+ x_{(DEJEC)} \cdot E[R_{(DEJEC)}]$$

Es una expectativa razonable para el ejecutivo, y el fundamento de su motivación que:

$$E [R_{(POREMIN)}] > 0$$

5.3. EL RIESGO DEL POREMIN

De acuerdo a Markowitz, el riesgo total de un portafolio $P = \langle x_1; x_2; \dots; x_N \rangle$ viene dado por:

$$\sigma^2 = \sum x_j x_k \sigma_{j,k}$$

$$(j= 1; 2; \dots; N)$$

¿Cuál será el riesgo total del Poremin?

$$\sigma^2_{(POREMIN)} = x^2_{(NODEMP)} \cdot \sigma^2_{(NODEMP)} + 2 x_{(NODEMP)} \cdot x_{(DEMP)} \cdot \sigma_{(NODEMP; DEMP)} +$$

$$+ x^2_{(DEMP)} \cdot \sigma^2_{(DEMP)} + 2 x_{(NODEMP)} \cdot x_{(DEJEC)} \cdot \sigma_{(NODEMP; DEJEC)} +$$

$$+ 2 x_{(DEMP)} \cdot x_{(DEJEC)} \cdot \sigma_{(DEMP; DEJEC)} +$$

$$+ x^2_{(DEJEC)} \cdot \sigma^2_{(DEJEC)}$$

Es importante destacar que algunos de estos términos se van a anular debido a la presencia de un portafolio libre de riesgo. En primer lugar,

$$\sigma^2_{(\text{NODEMP})} = 0$$

Además,

$$\sigma_{(\text{NODEMP}; \text{DEMP})} = \sigma_{(\text{NODEMP}; \text{DEJEC})} = 0$$

porque un activo o portafolio libre de riesgo no covaría con los restantes.

En consecuencia, la relación anterior queda reducida a:

$$\begin{aligned} \sigma^2_{(\text{POREMIN})} = & x^2_{(\text{DEMP})} \cdot \sigma^2_{(\text{DEMP})} + x^2_{(\text{DEJEC})} \cdot \sigma^2_{(\text{DEJEC})} + \\ & + 2 x_{(\text{DEMP})} \cdot x_{(\text{DEJEC})} \cdot \sigma_{(\text{DEMP}; \text{DEJEC})} + \end{aligned}$$

No es sorprendente que en las gobernancias a la latina el $\sigma^2_{(\text{POREMIN})}$ sea menor que el valor correspondiente del $\sigma^2_{(\text{POREMIN})}$ en las gobernancias anglosajonas. En las gobernancias a la latina se desalienta la utilización de instrumentos vinculados a acciones así como bonos definidos sobre contingencias y los ejecutivos son incentivados con activos libre de riesgo en la mayor proporción posible.

CONCLUSIONES

El trabajo ha mostrado cómo podemos articular, mediante el enfoque de las finanzas y del gobierno corporativo, las componentes principales del llamado paquete de remuneraciones e incentivos de la alta dirección, o sea que está dirigido a la alta gerencia y los miembros del directorio.

Después de discutir unas contribuciones importantes al tema, hemos señalado las limitaciones que tiene para un contexto de gobernancia a la latina.

La herramienta financiera utilizada, el modelo de flujos de caja incrementales, permite el seguimiento desde los orígenes y aplicaciones de los flujos de caja de aquellas componentes que tienen directa relevancia con los derechos decisorios de los gerentes y directores. Junto a estos derechos, también caben comportamientos que empobrecen a la gobernancia de las empresas, porque la discrecionalidad de los gerentes y directores también busca la satisfacción de sus propias agendas, no alineadas con la agenda de la empresa. En particular, la búsqueda de rentas oportunistas y el complaciente dispendio presupuestario.

También nos hemos ocupado del poder sobre los flujos de caja de acuerdo a cuatro categorías de análisis: flujos de caja residuales, contractuales, regulatorios y discrecionales, que remite a fuentes de comportamientos oportunistas.

Finalmente, hemos analizado la rentabilidad y el riesgo del Poremin en el marco de la moderna teoría de Portafolios, enfoque que nos permite una explicación razonable del motivo por el cual las gobernancias a la latina no estimulan incentivos basados en activos financieros contingentes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Apreda, R. (2012) *Governance Risks in Organizations – A Clinical Approach with Tools for Decision-Making*. Nova Science, New York.

Apreda, R. (2008) Who is the Ultimate Master of Contractual, Residual, Regulatory and Discretionary Cash Flows. Universidad del Cema., Serie Documentos de Trabajo, número 368 (downloadable de la página web del autor en www.cema.edu.ar/publicaciones)

Apreda, R. (2007) Corporate Governance. Editorial La Ley, Buenos Aires.

Apreda, R. (2005) Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance. Editorial La Ley, Buenos Aires.

Apreda, R. (2004) *Corporate Rent-Seeking and the Managerial Soft-Budget-Constraint. An Incremental Cash Flow Approach to some Corporate Governance Issues*. Universidad del Cema. Serie Documentos de trabajo, número 283. Publicado en 2005 en Corporate Ownership and Control, volume 2, number 2, pp.20-27 (downloadable de la página web del autor en www.cema.edu.ar/u/ra)

Apreda, R. (2002) *Incremental Cash Flows, Information Sets and Conflicts of Interests*. Universidad del Cema., Serie Documentos de Trabajo, número 220 (downloadable de la página web del autor en www.cema.edu.ar/publicaciones)

Bebchuk, L.; Fried, J. (2004) *Pay Without Performance (The Unfulfilled Promise of Executive Compensation)*. Harvard University Press, Massachusetts.

Bebchuk, L.; Fried, J. (2003) *Executive Compensation as an Agency Problem*. Journal of Economic Perspectives, volume 17, pp.71-92 (downloadable from www.jstor.org)

Fama, E. (1980) *Agency Problems and The Theory of The Firm*. Journal of Political Economics, volume 88, pp. 288-307 (downloadable from www.jstor.org)

Fama, E.; Jensen, M. (1983) *Agency Problems and Residual Claims*. Journal of Law and Economics, volume 26, pp.327-349 (downloadable from www.ssrn.com)

Jensen, M. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, volumen 76, pp.323-329

Jensen, M.; Meckling, W. (1976) *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, volume 3, pp.305-360 (downloadable from www.ssrn.com)

Jensen, M. and Murphy, K. (2004). *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper number 44/2004. (downloadable from www.ecgi.org/wp)

Jensen, M.; Smith, C. (1985) *Stockholders, Managers, and Creditors Interests: Applications of Agency Theory*. (en Altman, E. y Subramanyam, M., editores).

Kornai, J. (1979) *Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems*. Econométrica, volume 47, number 4, pp.801-820 (downloadable from www.jstor.org/)

Murphy, K. (1998). *Executive Compensation*. SSRN Electronic Paper Collection, number 163914 (downloadable from www.ssrn.org)

Ross, S.; Westerfield, R.; Jaffe, J. (2009) *Finanzas Corporativas*. McGrawHill, México, octava edición en español.

Tullock, G. (1998) *Rent-Seeking*. The New Palgrave: A Dictionary of Economics (Editado por John Estwell, Murray Milgate y Peter Newman). Macmillan Press, London.

Tullock, G. (1993) *Rent-Seeking*. The Locke Institute, The Shaftesbury Papers 2, Edward Elgar, Vermont.