

Barugel, Ernesto A.

**Working Paper**

## Gobierno corporativo en la empresa familiar: Una arquitectura de organización orientada a la supervivencia de la emmpresa familiar

Serie Documentos de Trabajo, No. 480

**Provided in Cooperation with:**

University of CEMA, Buenos Aires

*Suggested Citation:* Barugel, Ernesto A. (2012) : Gobierno corporativo en la empresa familiar: Una arquitectura de organización orientada a la supervivencia de la emmpresa familiar, Serie Documentos de Trabajo, No. 480, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/84240>

**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: Negocios y Finanzas**

**GOBIERNO CORPORATIVO EN LA EMPRESA  
FAMILIAR. UNA ARQUITECTURA DE  
ORGANIZACIÓN ORIENTADA A LA  
SUPERVIVENCIA DE LA EMPRESA FAMILIAR**

**Ernesto A. Barugel**

**Febrero 2012  
Nro. 480**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://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>**



# **GOBIERNO CORPORATIVO EN LA EMPRESA FAMILIAR**

*Una Arquitectura de Organización orientada a la  
supervivencia de la Empresa Familiar.*

*Ernesto A. Barugel\**

*Universidad del CEMA.*

*Noviembre 2011*

---

\* Ernesto A. Barugel es Master en Finanzas y se desempeña como Profesor de Teoría de Finanzas Corporativas en la Universidad del CEMA, Av. Córdoba 374, (1054) Buenos Aires, Argentina. Es Investigador del Centro para el Estudio de la Gobernanza del Sector Público y del Sector Privado (CEGOPP) en la misma Universidad.

Email: [ebarugel@cema.edu.ar](mailto:ebarugel@cema.edu.ar) Web page: <http://www.cema.edu.ar/u/ebarugel/>

El autor agradece a los Drs. Rodolfo Aprea y Enrique Yacuzzi por sus valiosas enseñanzas y sugerencias que guiaron este trabajo en los temas referidos a Gobierno Corporativo. También corresponde un agradecimiento al Dr. Guillermo López Dumrauf por su guía y colaboración en los temas relacionados con la medición y creación de valor. Todos ellos son mis grandes maestros y actuales colegas en la UCEMA. Cualquier error del presente trabajo es de mi exclusiva responsabilidad.

Las opiniones presentadas en este trabajo pertenecen al autor y no reflejan necesariamente las de la Universidad del CEMA.

## ABSTRACT:

Para superar la crisis de delegación y avanzar hacia nuevas etapas de desarrollo que faciliten la separación de la propiedad y el control, las Empresas Familiares necesitan realizar la consolidación de las instituciones de gobierno corporativo y familiar.

En este trabajo progresamos sobre aspectos particulares de la arquitectura de la organización que facilitan la afirmación de dichas instituciones. Para ello describiremos el aporte fundamental que realizan las Finanzas Corporativas a los aspectos centrales de esta arquitectura particular.

Con el uso de las herramientas que aporta el Gerenciamiento basado en la Creación de Valor avanzamos en la descripción de esta arquitectura y de sus aspectos centrales: la localización de los derechos de decisión, los métodos de evaluación de performance y los sistemas de incentivos asociados. Todo esto articulado con el objetivo de facilitar la supervivencia de la Empresa Familiar.

JEL classification codes: G32 ; G38

Key words: Gobernanca; Empresas de familia; Propiedad y control; Arquitectura de la organización; Creación de valor; Sistema de incentivos.

## INDICE

Tabla de contenido

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>- 2 -</b>
<b>INTRODUCCION .....</b>	<b>- 4 -</b>
<b>SECCIÓN I .....</b>	<b>- 5 -</b>
Breve resumen de las bases conceptuales desarrolladas en los documentos previos. ....	- 5 -
<b>SECCIÓN II .....</b>	<b>- 6 -</b>
Asignación de los derechos de decisión en la empresa. ....	- 6 -
<b>Los sistemas de evaluación de resultados de cada UEN. ....</b>	<b>- 9 -</b>
El marco teórico en la creación de valor. ....	- 9 -
El Valor Económico Agregado o EVA <sup>®</sup> . ....	- 10 -
El sistema adecuado de medición de resultados para iniciar la separación de propiedad y control.-	- 11 -
<b>SECCIÓN III .....</b>	<b>- 13 -</b>
<b>Los sistemas de incentivos para crear valor. ....</b>	<b>- 13 -</b>
Compensación gerencial. Tres grandes objetivos. ....	- 13 -
Clasificación de incentivos. Incentivos Cuantitativos.....	- 15 -
Estableciendo objetivos para EVA <sup>®</sup> . Esquema básico.....	- 15 -
Estableciendo objetivos para EVA <sup>®</sup> . Esquema jerarquizado.....	- 16 -
Clasificación de incentivos. Incentivos Cualitativos. ....	- 17 -
<b>SECCIÓN IV .....</b>	<b>- 18 -</b>
Convirtiendo a los gerentes en dueños.....	- 18 -
Conclusiones.....	- 19 -
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>- 20 -</b>

## INTRODUCCION

El objeto de este trabajo es el de plantear un gobierno corporativo singular en la Empresa Familiar (EF) que favorezca el desarrollo de la misma y contribuya a facilitar su supervivencia.

El presente trabajo integra una serie de tres referidos al mismo tema, existiendo ya dos anteriores<sup>1</sup> que invito a leer en forma previa al presente.

Con el ánimo de marcar la continuidad de los trabajos y relacionar el presente a los dos anteriores, realizo en la Sección I una brevísima síntesis de aquellos para establecer la continuidad de las ideas planteadas y facilitar la tarea del lector.

En la Sección II se desarrolla el marco teórico necesario para sustentar la propuesta de arquitectura de la organización de la Empresa Familiar (EF) que será instrumento para facilitar la superación de la crisis de delegación.

En particular describiremos en esta sección la importancia de asignar correctamente los derechos de decisión, como realizarlo y que factores se deben observar para evitar decisiones peligrosas.

También avanzaremos en la definición de los métodos adecuados de evaluación de resultados de cada Unidad Estratégica de Negocios (UEN). Repasaremos aquí el aporte la teoría del valor y el Gerenciamiento Basado en el Valor (VBM<sup>2</sup>), sus fundamentos teóricos centrales y su desarrollo práctico como gran herramienta conceptual donde se fundamenta la propuesta central de nuestra arquitectura de organización.

La Sección III presenta el encuadre teórico del tercer elemento central de una buena arquitectura organizacional: los sistemas de incentivos gerenciales que se integran al equilibrio conceptual necesario para consolidar la separación de propiedad y control.

---

<sup>1</sup> Sendos documentos pueden ser hallados en la página de la Universidad del CEMA dentro de la serie Documentos de Trabajo ([http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)): ***“La Governancia en las Empresas de Familia. Un Código de Buenas Prácticas para la Supervivencia”***. Ernesto Barugel. Documento de Trabajo 291. Universidad del CEMA, Junio de 2005 y ***“Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar. Arquitecturas diseñadas para superar la Crisis de la Delegación”***. Ernesto Barugel. Documento de Trabajo 433. Universidad del CEMA, Octubre de 2010.

<sup>2</sup> El Gerenciamiento Basado en el Valor es la traducción conocida de la expresión en inglés: *“Value Based Management”* en adelante expresado con su abreviatura: VBM.

La Sección IV completa las proposiciones definidas de gobierno corporativo en la EF; su instrumentación práctica y las consecuencias que esperamos se deriven de estas propuestas particulares. Se integran los conceptos en conclusiones finales.

## SECCIÓN I

### **Breve resumen de las bases conceptuales desarrolladas en los documentos previos<sup>3</sup>.**

En el primer trabajo hemos definido las etapas de la vida de una EF. En un esquema simplificado se trata de cuatro edades separadas entre sí por crisis de distinta naturaleza: la edad fundacional, la de la organización funcional, la edad de la delegación y por último el holding o la edad de la coordinación. En particular, es a la segunda edad a la que hemos dedicado especial atención pues durante ella la EF sufre sobremanera y habitualmente es un momento particular donde puede destruirse mucho valor.

También describimos las dificultades que enfrenta la EF para superar la crisis de la delegación y poder así desarrollar su crecimiento en forma armónica consolidado la separación de propiedad y control.

En el segundo hemos avanzado en la definición de una estructura particular de organización que incorpora Unidades Estratégicas de Negocios (UEN) describiendo sus amplias ventajas frente a la tradicional y conflictiva estructura funcional inicial.

Determinado lo anterior, nos queda ahora desarrollar en forma detallada los tres aspectos centrales de esta arquitectura particular:

- Cómo se deben asignar los derechos de decisión a cada UEN.
- Los métodos de evaluación de los resultados de cada UEN.
- Como se establecen los sistemas de remuneraciones y los incentivos en toda la estructura y en particular en cada UEN.

En este desarrollo tendremos especial cuidado en mantener la coherencia, la coordinación y el equilibrio entre los tres elementos mencionados pues el desbalance de uno solo de ellos puede provocar el derrumbe de todo el andamiaje conceptual que sostiene el camino a la separación de propiedad y control.

---

<sup>3</sup> Documentos mencionados en la Nota 1.



## SECCIÓN II

### **Asignación de los derechos de decisión en la empresa.**

Asignar los derechos de decisión implica ordenar la toma de decisiones a lo largo de toda la estructura de la organización. Quién decide qué cosa y en qué circunstancias. Necesariamente implica avanzar en una clara definición de roles, funciones y fundamentalmente responsabilidades.

La gran regla fundamental que se debe observar a la hora de asignar estos derechos de decisión es que todas las decisiones deben ser tomadas por los individuos que tienen la información relevante para que sus decisiones sean acertadas y estén alineadas con los grandes objetivos de la organización. Esta es una definición muy profunda, fácil de enunciar y difícil de verificar su cumplimiento.

Por lo general, como consecuencia de concentraciones de poder, muchas organizaciones tienden a no facilitar la distribución de la información y a centralizar demasiado en pocos individuos la toma de decisiones relevantes. Quizás este fenómeno se deba a la génesis misma de la organización primitiva (la estructura solar) o quizás a la naturaleza humana que tiende a defender las cuotas de poder y dominio que cada individuo es capaz de conquistar dentro de la organización.

La estructura funcional típica, con su cuota de conocimiento específico rígidamente estructurado, no contribuye a un proceso dinámico de intercambio de la información relevante para la toma de decisiones. Más bien conduce a un clásico proceso de sub optimización de objetivos y oposición de intereses que a veces produce un cierto desenfoque de los verdaderos objetivos de la organización.

En este sentido el rol del gerente general pasa a tener una importancia demasiado decisiva y un error o un fracaso de este último puede tener riesgos muy importantes para la empresa. El control acertado del Directorio también toma una importancia muy destacada y así toda la organización se “centraliza hacia arriba” haciendo que las decisiones sean cada vez más lentas y alejadas de la operación y del cliente.

Decidir en un ambiente de incertidumbre implica asumir riesgos, por lo tanto, una asignación correcta de los derechos de decisión debe contemplar también una delegación adecuada de la toma de riesgos. Sin ello la organización no se descentraliza.

Es posible observar organizaciones que han crecido sosteniendo dogmáticamente centralizaciones importantes en sus decisiones, en general estas formas facilitan algunas sinergias pero decididamente conspiran contra la velocidad de decisión y la capacidad de adaptación veloz a entornos cambiantes. La descentralización eficiente de las decisiones consolida las ventajas competitivas y permite asumir riesgos desarrollando nuevas competencias desde las verdaderas necesidades de los mercados.

En este sentido, siguiendo nuestro gran objetivo de facilitar la separación de propiedad y control, vamos a definir la asignación de derechos de decisión en la estructura matricial particular de nuestra propuesta de organización<sup>4</sup>.

Cada una de las UEN es dirigida por un gerente que tiene la responsabilidad de conducir todos los negocios de esa UEN gestionando su presupuesto en forma integral. Debe tomar todas las decisiones operativas de su unidad así como administrar todos los recursos humanos y materiales que se asignan a esa UEN.

Un aspecto fundamental y verdaderamente distintivo de nuestra propuesta consiste en que el Gerente de cada UEN debe ser responsable de la administración plena de su capital de trabajo y también de su capital fijo. Es decir, el Gerente es responsable total no solo de su cuadro de resultados sino también de su propio balance patrimonial.

Dependiendo de la naturaleza del negocio puede existir algún caso donde el capital fijo sea decidido a una instancia superior pero siempre se le puede otorgar al gerente de la UEN algún grado de decisión sobre alguna parte del mismo<sup>5</sup>. Quizás el asignar capital fijo a cada UEN pueda ser susceptible de algún grado de arbitrariedad pero donde no quedan dudas es en la administración plena de su capital de trabajo: el Gerente de cada UEN debe ser absolutamente responsable de las decisiones de inversión referidas al menos a su capital de trabajo.

---

<sup>4</sup> Ver E. Barugel, 2010. Sección III pag. 18.

<sup>5</sup> Un ejemplo de decisión parcial puede ser el caso de un comercio minorista donde el gerente de la UEN no decide la ubicación ni el tamaño de las tiendas pero si puede reclamar o renunciar a espacios físicos dentro de la tienda y con ello tendrá una participación mayor o menor en el capital fijo que implica esa tienda.

En este sentido es muy habitual observar un desvío patológico y muy dañino a esta norma que consiste en que la Gerencia Financiera toma decisiones de inversión en el capital de trabajo neto ya sea fijando niveles de inventarios “óptimos” u ordenando plazos de pago a proveedores o estableciendo descuentos a las cuentas a pagar para anticipar pagos a proveedores. Es muy claro que la Gerencia Financiera no cuenta con toda la información comercial relevante para tomar una buena decisión en la negociación entre plazo, descuento y nivel de abastecimiento que puede otorgar un proveedor determinado.

Más adelante, en la última sección de este trabajo, después de explicar los sistemas para evaluar resultados y los métodos de incentivos asociados, volveremos sobre las consecuencias de una buena asignación de los derechos de decisión, en particular los referidos a la determinación del uso del capital de cada UEN. En ese punto estaremos en condiciones de comprender cabalmente la arquitectura organizacional propuesta y su naturaleza.

Finalmente queda para el gerente general la decisión de arbitrar entre los posibles conflictos de intereses entre cada una de las UEN y también con los sectores de servicios (Recursos Humanos, Sistemas, Finanzas, eventualmente Producción) que abastecen horizontalmente en la matriz a cada UEN.

En este punto es muy importante destacar que un importante beneficio adicional de la arquitectura propuesta consiste en que, en este esquema de decisión, disminuye la importancia vital que tiene el gerente general en la clásica estructura funcional pues en nuestra arquitectura el gerente general es fundamentalmente un coordinador, un “director de orquesta” pero no es “un músico”, es decir, no opera sino que facilita y coordina la operación de otros. Sin duda su presencia es necesaria pero su eventual reemplazo es mucho menos traumático<sup>6</sup>. Hemos podido constatar que la clásica estructura funcional no solo genera importantes presiones sobre el gerente general<sup>7</sup> sino que también se desarrolla una peligrosa dependencia inmediata de la operación en la figura de éste.

---

<sup>6</sup> Eventualmente la tarea de coordinación podría ser ejecutada por algún miembro del Directorio que desciende transitoriamente o por algún gerente de UEN que asciende.

<sup>7</sup> Ver E. Barugel, 2010. Sección I pag. 8. *La difícil tarea de delegar*.

## Los sistemas de evaluación de resultados de cada UEN.

### El marco teórico en la creación de valor.

Las empresas solo crean valor a través del crecimiento cuando son capaces de obtener un **retorno al capital invertido** (es decir el capital que le han confiado todos los proveedores de capital) superior al **costo promedio ponderado de capital** (WACC<sup>8</sup>) (es decir el retorno promedio ponderado que exigen todos los proveedores de capital según su costo de oportunidad para riesgo equivalente).

El retorno al capital invertido (ROIC<sup>9</sup>) tiene dos componentes:

- 1) El margen:  $\frac{\textit{Utilidad}}{\textit{Ventas}}$
- 2) La velocidad de rotación del capital:  $\frac{\textit{Ventas}}{\textit{Capital invertido}}$

Por lo tanto:

$$\textit{ROIC} = \frac{\textit{Utilidad}}{\textit{Ventas}} \times \frac{\textit{Ventas}}{\textit{Capital}} = \frac{\textit{Utilidad}}{\textit{Capital}}$$

Es decir, el retorno al capital invertido es una medida de productividad del capital y expresa la capacidad que tiene la empresa de lograr utilidad por cada peso de capital que los proveedores de capital le han confiado.

Es útil descomponer, como hemos hecho arriba, el retorno al capital invertido en sus dos componentes, margen y rotación del capital pues es fácil observar que algunas empresas operan con alto margen porque, por su naturaleza de capital intensivas, tienen alto capital invertido y por lo tanto baja rotación de capital. Otras, tienen muy bajo capital invertido y por lo tanto pueden operar con menores márgenes. Lo importante es obtener un ROIC suficiente que supere el costo de capital, sea por alto margen o por alta rotación del capital.

---

<sup>8</sup> Costo promedio ponderado de capital, en inglés: “*Weighted Average Cost of Capital*” abreviado WACC

<sup>9</sup> Retorno al capital invertido, en inglés: “*Return On Invested Capital*” abreviado ROIC.

**Condición necesaria para crear valor:  $ROIC > WACC \rightarrow (ROIC - WACC) > 0$**

Es muy habitual observar que muchos agentes económicos focalizan la utilidad como el gran objetivo a alcanzar por una empresa siendo que en realidad, en su lugar, se debería destacar la creación de valor. El presente análisis muestra que una empresa puede estar ganando dinero y destruyendo valor<sup>10</sup> cuando su ROIC es positivo pero inferior al WACC.

### **El Valor Económico Agregado o EVA<sup>®</sup>.**

Para generar una medida monetaria (expresada en pesos y no en porcentaje) de creación de valor algunas consultoras han desarrollado la siguiente expresión:

**Valor Económico Agregado<sup>11</sup> o EVA<sup>®12</sup> =  $(ROIC - WACC) \times K$**

Siendo K el capital empleado por la firma y se calcula como el total de activos menos los pasivos que no devengan intereses.

Si sumamos el valor presente de todos los EVA<sup>®</sup> futuros, descontados a la tasa WACC y adicionamos esta sumatoria al capital actualmente empleado, lo que obtenemos es igual al valor de la firma que podemos calcular por flujo de fondos descontados.

Por lo tanto, este valor económico agregado (EVA<sup>®</sup>) es un concepto muy interesante pues permite cuantificar en términos monetarios, la cantidad de valor que una empresa crea o destruye en un período determinado de tiempo.

Por otro lado, si  $EVA = (ROIC - WACC) \times K$

Entonces  $EVA = ROIC \times K - WACC \times K = NOPAT - WACC \times K$

---

<sup>10</sup> Si el ROIC es positivo significa que tanto la utilidad como el capital necesariamente son positivos pero si aquel no alcanza a igualar al costo promedio ponderado de capital entonces la empresa destruye valor y lo hace en mayor medida cuanto más crece. Por lo tanto la utilidad positiva es condición necesaria pero no suficiente para la creación de valor.

<sup>11</sup> Valor Económico Agregado o en inglés: "*Economic Profit*" en un término acuñado por la consultora McKinsey.

<sup>12</sup> EVA<sup>®</sup> en inglés: "*Economic Value Added*" es una marca registrada de la consultora Stern Stewart & Co. y básicamente consiste en un cálculo muy parecido al Economic Profit. Según algunos autores difieren en alguna forma de calcular el capital empleado.

Es decir, para crear valor, una empresa debe ser capaz de obtener una utilidad operativa después de impuesto a las ganancias (NOPAT) superior al producto del costo de capital multiplicado por el capital empleado<sup>13</sup>.

### **El sistema adecuado de medición de resultados para iniciar la separación de propiedad y control.**

En la etapa fundacional la información es fundamentalmente visual y oral y los resultados son evaluados centralmente por el criterio de lo percibido es decir por la caja.

En la edad de la organización funcional centralizada, que hemos definido como la adolescencia de la organización, se enfatiza la medición de unidades y la información es formal, operativa y táctica. Se comienza a distinguir y reconocer el criterio de lo devengado.

Recién cuando se supera la crisis de autonomía gerencial y la empresa comienza su etapa de delegación, la información se orienta a la medición y creación de valor.

Entonces, en el marco de la propuesta del presente trabajo, es imprescindible que los resultados que obtiene cada gerente de cada UEN, es decir su performance, sea medida por la cantidad de valor que cada UEN es capaz de crear, es decir por el valor económico agregado que genera cada UEN en cada período de evaluación. Para esto será necesario incorporar en la empresa estas herramientas de medición de resultados.

De esta forma cada gerente de cada UEN va a tener dos grandes objetivos simultáneos: por un lado maximizar la utilidad de su unidad de negocios pero al mismo tiempo deberá minimizar la cantidad de capital, tanto de trabajo como fijo, que utiliza en su operación y todo ello conducente a obtener un retorno al capital, que sus proveedores de capital le han confiado, superior al costo de ese mismo capital.

Así el gerente pasa a ser responsable no solo del cuadro de resultados de su UEN sino también de su balance patrimonial y, de esta manera, se ve forzado a vivir una restricción de presupuesto (o por lo menos un costo de capital) tal como lo hace un verdadero empresario fundador que desarrolla en forma natural la habilidad de generar el máximo de utilidades posibles con el capital existente, es decir, maximiza permanentemente la productividad del escaso capital que circunstancialmente dispone.

---

<sup>13</sup> Este producto se denomina "carga de capital" y es igual al costo promedio del capital multiplicado por la cantidad de capital empleado. (pxq).

Dice Ram Charan<sup>14</sup>:

***“Mucha gente se centra en el margen de beneficio, pero descuida la velocidad de rotación. ¿Sabe qué es lo que diferencia a los directores ejecutivos de éxito de los demás? Que tienen en cuenta tanto el margen como la velocidad de rotación. Este enfoque dual constituye la pieza central de la visión de los negocios.”***

Es muy interesante esta observación tan categórica realizada por este prestigioso catedrático.

Yo coincido plenamente en cuanto al descuido de mucha gente por la velocidad de rotación del capital<sup>15</sup>, en efecto casi todos los actores centran su atención en el cuadro de resultados y en la ganancia, tanto absoluta como relativa a la venta pero no analizan la utilidad relativa al capital necesario para generarla. También coincido en el gran aporte de estos conceptos a la visión de los negocios.

Tanto es así que considero que esta pieza fundamental de la arquitectura de la organización, que consiste en sustentar el sistema de evaluación de resultados en la medición y creación de valor, es un elemento tan importante que sin él resulta verdaderamente imposible consolidar la separación de propiedad y control.

Entonces, en nuestro modelo, la principal tarea de todos los gerentes de UEN, consistirá en medir, crear y administrar el valor de sus UEN y deberán estar incentivados a usar la valuación como la principal herramienta del proceso de toma de decisiones. Para lograrlo debemos definir un sistema de incentivos coherente con estos objetivos.

---

<sup>14</sup> Charan, Ram. 2002.

<sup>15</sup> En mis clases de los Programas Ejecutivos en la Universidad del CEMA siempre hago la pregunta al grupo de alumnos de cómo identifican el objetivo central de cualquier empresa, la respuesta habitual es “ganar dinero”. Casi nadie identifica la creación de valor como un objetivo superior. Entonces, para generar interés en el grupo yo afirmo que una empresa puede estar ganando dinero y destruyendo valor.

Otro ejemplo que habitualmente utilizo para ilustrar el punto del retorno al capital invertido es la pregunta: “¿quién quiere efectuar un plazo fijo a tres meses y ganar mil pesos?”, como es lógico en pocos minutos deducen solos que la utilidad absoluta no dice nada si no la relacionamos al capital invertido necesario y al tiempo para generarla.

### SECCIÓN III

#### **Los sistemas de incentivos para crear valor.**

##### **Compensación gerencial. Tres grandes objetivos.**

Podemos identificar tres grandes objetivos que deberemos perseguir en una política equilibrada de compensación gerencial:

- 1. Alinear los objetivos del gerente con los del accionista, Reducir los costos de agencia.*

El problema del principal y el agente es un viejo tema de la literatura de finanzas corporativas que ha sido tratado por varios prestigiosos autores<sup>16</sup>. Básicamente se trata de que el agente (el empleado) actúe por cuenta del principal (el accionista) que ha delegado determinadas acciones en el agente y se espera que éste último desarrolle un comportamiento orientado a cumplir con los objetivos de aquel.

En nuestro caso se trata de encontrar los incentivos adecuados para guiar ese comportamiento hacia la creación de valor para el accionista siendo una herramienta importante para lograrlo el apalancamiento de la riqueza.

Llamamos apalancamiento de la riqueza a la relación directa que existe entre la creación de valor para el accionista y la creación de riqueza para el empleado<sup>17</sup>. Es decir, supongamos que una determinada UEN duplica su valor en un período determinado, entonces diremos que el apalancamiento de riqueza es completo o perfecto si la riqueza del gerente empleado también se duplica en ese mismo período. Por supuesto pueden existir grados inferiores en la relación de apalancamiento cuando el crecimiento proporcional del valor de la UEN es superior al crecimiento de riqueza del empleado.

Existen varios métodos para elevar el apalancamiento de riqueza. Cuanto más alto sea este apalancamiento menores serán los costos de agencia.

Por supuesto un alto apalancamiento de riqueza implica no poner límites a la remuneración del gerente empleado, en este sentido no deberían existir ni “pisos” (límites inferiores) ni “techos” (límites superiores) en estas remuneraciones. Esto no es sencillo de lograr y tiene consecuencias: la falta de

---

<sup>16</sup> Ver: Jensen, M. and Meckling, W., 1976 y Fama, E, 1980.

<sup>17</sup> Young, D. and O'Byrne, S., 2001



“techos” puede provocar distorsiones en la escala de remuneraciones de la organización y la falta de “pisos” puede aumentar el riesgo de perder al empleado (lo que más adelante definiremos como riesgo de retención).

A pesar de lo anterior, si pretendemos que el gerente empleado asuma riesgos empresarios en busca de rentabilidades y reproduzca de esta forma las conductas propias del accionista, entonces debemos intentar replicar en aquel los ingresos de éste último mediante un elevado apalancamiento de riqueza que no esté limitado en sus extremos<sup>18</sup>. Más adelante se realizan algunas propuestas orientadas a lograrlo.

2. *Aumentar la satisfacción del empleado y reducir el riesgo de retención.*

Llamamos riesgo de retención al riesgo de que el empleado abandone su empleo. Evidentemente este riesgo tiene costos elevados y es consecuencia directa de la insatisfacción que el empleado puede sentir en su trabajo. Esta insatisfacción puede provenir de una variedad de factores. Los incentivos, tanto materiales como de otra naturaleza, son las herramientas más importantes que tiene la empresa para buscar la satisfacción de sus empleados.

3. *Limitar el costo para el accionista.*

Es obvio que existe una cierta “negociación” entre aumentar los incentivos al empleado para aumentar su satisfacción y limitar a valores aceptables los costos laborales para la empresa.

La mayor parte de las veces es el mercado, tanto laboral como el de bienes o servicios en el que opera la empresa, el encargado de establecer los límites razonables o posibles dentro de los que se llevará a cabo este proceso de “negociación”.

A pesar de lo anterior, es mi opinión que lograr un equilibrio de costos y beneficios en estos asuntos es más un arte que una ciencia pues en estas decisiones también está en juego el plazo de optimización de resultados, es decir, una decisión en este tema que parece sensata en el corto plazo puede no serla en el largo y viceversa.

Focalizando el asunto en el objetivo central de la propuesta de este trabajo, es decir, reducir en todo lo posible la duración de la etapa de la organización

---

<sup>18</sup> Un elevado apalancamiento de riqueza, sin límites, no es apreciado por todos los individuos. De alguna manera se necesita de una personalidad emprendedora que acepte los riesgos en busca de los beneficios, es decir, se debe tratar de un individuo que tenga un cierto espíritu empresario.

funcional (o también llamada “la adolescencia” de la organización), la proposición consiste en sacrificar razonablemente en corto plazo el costo para el accionista con miras a fortalecer una arquitectura organizacional que otorgue sustancia de largo plazo al proceso de separación de propiedad y control.

### **Clasificación de incentivos. Incentivos Cuantitativos.**

Podemos distinguir tres tipos de medidas:

#### **1. Medidas financieras.**

Ya hemos desarrollado más arriba la idea de que la única medida financiera de medición de resultados coherente con el proceso de separación de propiedad y control es la que incorpora el gerenciamiento basado en la creación de valor (VBM) y en ese sentido son indicadores capaces de medir la creación monetaria de valor en un espacio temporal.

Una observación importante a realizar es que no es conveniente establecer la utilidad por unidad de capital empleado o retorno sobre el capital (ROIC) como una medida financiera sobre la que se sustente el incentivo gerencial pues si se lo hace, se corre el riesgo que el gerente rechace algún proyecto que teniendo valor presente neto positivo (agrega valor pues el ROIC es superior al WACC) tenga un retorno al capital (ROIC) inferior al promedio de retornos acumulado hasta el momento<sup>19</sup>.

La respuesta correcta para la generación de incentivos financieros consiste en utilizar el valor económico agregado (o EVA<sup>®</sup>).

### **Estableciendo objetivos para EVA<sup>®</sup>. Esquema básico.**

Cada período de evaluación de resultados deberá necesariamente tener un objetivo de valor económico agregado a ser alcanzado por cada UEN.

Un esquema básico propuesto por algunas empresas consiste en construir el EVA objetivo del período siguiente como el promedio simple entre el EVA objetivo del período corriente y el EVA efectivamente alcanzado en este período. Es decir:

$$\text{Objetivo EVA}_1 = (\text{Objetivo EVA}_0 + \text{EVA}_0) / 2$$

También es posible observar algunas variantes a este esquema básico donde algunas propuestas alternativas agregan:

---

<sup>19</sup> Un proyecto de estas características bajaría el ROIC promedio acumulado pero agregaría valor al tener un ROIC superior al WACC. No debería ser rechazado.

- Limitar la reducción del EVA objetivo a un cierto valor absoluto o relativo.
- Sumarle al promedio simple una mejora esperada por el mercado (caso empresa cotizante) o deseada por el accionista (caso empresa privada).
- No promediar y trabajar directamente con objetivos deseados.

### **Estableciendo objetivos para EVA®. Esquema jerarquizado.**

Una versión superadora de la anterior consiste en crear un sistema de “bonus bank” o acumulación de bonos devengados pero no cobrados.

Utilizando alguna fórmula que establezca un EVA objetivo para cada período, se determina un bono para cada gerente de cada UEN pero este bono es parcialmente acumulado en un “banco de bonos” en la cuenta de cada gerente. De esta forma el beneficiario solo podrá cobrar en ese período una parte del bono determinado y el resto lo acumula.

Este sistema tiene grandes beneficios:

- Permite la importante propiedad de no limitar las ganancias (ni las pérdidas) del gerente logrando así un buen apalancamiento de riqueza. Cuando las ganancias son elevadas, parte de las mismas se acumulan en el banco y cuando son escasas, entonces se apela a los recursos del banco para lograr un ingreso mínimo deseable y disminuir el riesgo de retención aunque el empleado pierda patrimonio de largo plazo al disminuir su saldo en el banco de bonos (se mantiene el apalancamiento de riqueza en escenarios malos).
- Facilita en el gerente el pensamiento empresario de largo plazo pues genera capital que proviene de su esfuerzo y que acumula pensando en reserva para épocas malas.
- Promueve la pertenencia pues se pueden establecer cláusulas que parte del capital acumulado debe ser usado para el retiro y en caso de abandonar la empresa parte del capital acumulado puede perderse.

## **2. Medidas basadas en el cliente y en el mercado.**

Nunca se debe perder de vista la satisfacción de las necesidades del cliente, el aumento de la participación de mercado (tanto absoluta como relativa) y el equilibrio de una ventaja competitiva sustentable en el tiempo.

En general, estos incentivos pueden ser cuantificados mediante encuestas de satisfacción de cliente, imagen de marca, mediciones de participación de mercado y otras similares que apuntan a estimular las decisiones que sustentan la posición competitiva de largo plazo de la compañía o de la UEN.

### 3. Medidas basadas en otros “stakeholders”<sup>20</sup>.

Muchas empresas organizan premios anuales para sus proveedores más eficientes y los distinguen públicamente entre sus pares.

Algunas organizaciones comunitarias han desarrollado concursos donde se premia a las empresas que son capaces de crear ambientes de trabajo satisfactorios para sus empleados. Así se desarrollan rankings de empresas, de conocimiento público, donde se clasifica a las empresas que concursan según el nivel de satisfacción de los empleados<sup>21</sup>.

Todas estas pueden ser medidas cuantitativas que integren un esquema de incentivos gerenciales.

#### **Clasificación de incentivos. Incentivos Cualitativos.**

En la actualidad, toda organización moderna otorga gran importancia a los incentivos cualitativos que va a promover en sus empleados. Es el departamento de Recursos Humanos de la empresa quien tiene la importantísima tarea de originar estos incentivos en toda la organización.

Fundamentalmente consisten en facilitar la creatividad del individuo y desarrollar su pertenencia al grupo mediante un conjunto de herramientas “soft” como ser reconocimiento público de los méritos, premios a la participación y la iniciativa, incorporación del grupo familiar en eventos especiales, identificación del empleado en

---

<sup>20</sup> “Stakeholder” es todo aquel actor o actores que puedan reclamar algo a la organización. Ej: empleados, clientes, proveedores, ente recaudador de impuestos, la comunidad y por supuesto los dueños, acreedores, y gerentes.

<sup>21</sup> Ejemplo: Concurso “Best Place to work”.

el grupo con acciones orientadas a destacar su individualidad (ejemplo cumpleaños y otros) y acciones similares.

En nuestra propuesta es fundamental que los gerentes de cada UEN asuman parte de esta tarea en conjunto con RRHH y para ello deben recibir capacitación específica orientada a lograr este objetivo. De esta forma los gerentes de cada UEN consolidan su liderazgo con su gente, proveyendo orientación, apoyo, retroalimentación y recompensa, facilitando así el “empowerment”<sup>22</sup> de su gente y de su equipo.

#### SECCIÓN IV

### **Convirtiendo a los gerentes en dueños<sup>23</sup>.**

Aquel lector que haya podido seguir la línea de pensamiento hasta este punto ya podrá, con seguridad, imaginar la conclusión principal de esta propuesta: convertir a los gerentes de cada UEN en verdaderos dueños fundadores de sus negocios y reproducir de esta forma, en escala menor, la etapa más productiva y menos conflictiva de la vida de la EF: la Edad Fundacional<sup>24</sup>.

Para lograrlo, se ha diseñado una estructura matricial con un conjunto de unidades estratégicas (UEN) que se desenvuelven como verdaderas empresas dentro de la empresa. Esta estructura así definida viene a reemplazar a la clásica estructura funcional.

Siendo que cada una de éstas UEN se va a comportar como nuevas organizaciones fundacionales y cada gerente de cada UEN asume las características de un empresario fundador, tomando riesgos para desarrollar un verdadero sueño empresario. En este sentido decimos que el gerente se “convierte en dueño” siendo está una metáfora para expresar que cada gerente se va a comportar como un dueño pues va a ser incentivado por esta arquitectura particular a que se comporte como tal.

Los elementos fundamentales de esta arquitectura, según hemos descripto, son:

---

<sup>22</sup> “Empowerment” es un término de difícil traducción literal pero se refiere a la maximización de la potencialidad general de las capacidades del empleado y su orientación hacia los objetivos del grupo.

<sup>23</sup> “*Making managers into owners*” es el título del excelente capítulo sexto del libro de G. Bennett Stewart, III “*The Quest for Value*”.

<sup>24</sup> Ver descripción en E. Barugel, 2005; Sección II, pág. 8.

1. Una correcta distribución de los derechos de decisión que permita que cada gerente de cada UEN sea totalmente responsable de los recursos que administra.
2. Un sistema de evaluación de resultados orientado a medir la creación de valor.
3. Un sistema de incentivos que promueva el comportamiento asociado con los intereses del accionista.

Si esta arquitectura organizacional particular es bien desarrollada, se cuida su equilibrio y coherencia y se selecciona la gente adecuada para cada gerencia, entonces es muy posible que se logre reproducir en cada UEN un campo fértil propio de las etapas fundacionales.

### **Conclusiones.**

Esta nueva etapa empresaria debería gozar de todas las ventajas de la etapa fundacional bajo el paraguas protector y de control de la organización. Es decir, el objetivo de esta arquitectura particular consiste en:

- Escapar a la trampa de los conflictos propios de la adolescencia de la organización que muchas veces llevan a la desaparición misma de la empresa.
- Sustener la unidad de la empresa y de la familia, potenciando la fortaleza del grupo y evitando la atomización de los recursos humanos y materiales.
- Estimular las sinergias del grupo sin sacrificar flexibilidad, autonomía y velocidad de decisión.
- Recrear la creatividad y promover nuevos sueños empresarios estimulando la toma de riesgos medidos que aseguren la continuidad en la creación de valor.
- Generar nuevos líderes que, gracias a su elevado foco y a sus desarrollados conocimientos específicos, ganen el respeto y la consideración del fundador posibilitando así una verdadera delegación de autoridad.

Finalmente toda esta propuesta está orientada a sentar las bases de la separación de la propiedad y el control posibilitando el desarrollo de los miembros de la familia con unión y libertad de elección y el crecimiento sostenido de la empresa hacia un holding integrado y dinámico.

## Referencias Bibliográficas.

Charan, Ram. *Lo que tu jefe quiere que sepas*, Paidós Plural (2002)

Jensen, M. and Meckling, W., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3. 1976.

Fama, E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, 88, 1980.

Young, D. and O'Byrne, S., *EVA and Value-Based Management*. Mc. Graw-Hill, 2001.

Brickley, J., Smith, C. and Zimmerman, J., *Economía Empresarial y Arquitectura de la Organización*. Tercera Edición. Mc Graw Hill. 2005.

Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, Inc. Third Edition

Stewart III, G. *The Quest for Value*, Stern Stewart & Co. 1999.

Barugel, E. *La Governancia en las Empresas de Familia. Un Código de Buenas Prácticas para la Supervivencia*. Documento de Trabajo 291. Universidad del CEMA, Junio de 2005

Barugel, E. *Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar. Arquitecturas diseñadas para superar la Crisis de la Delegación*. Documento de Trabajo 433. Universidad del CEMA, Octubre de 2010.

Campbell, D. E., *Incentives. Motivation and the Economics of Information*. Second Edition. Cambridge University Press. 2006.

Laffont, J. J. and Martimort, D. *The Theory of Incentives. The Principal – Agent Model*. Princeton University Press. 2002.