

# Trabajo Final de Graduación

## Maestría en Finanzas UTDT

*Año Académico 2017*

*Alumno: Daniel Musso Doval*

*Mentor: German Fermo*

*Compensación Ejecutiva, ¿Qué Cambió Después De La Crisis  
Financiera Global Del 2008?*

## Índice

<b>1. Abstract .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Introducción .....</b>	<b>4</b>
2.1. Contexto .....	4
2.2. Metodología del trabajo .....	7
<b>3. Características de la Compensación Ejecutiva .....</b>	<b>12</b>
3.1. Descripción de los componentes de la compensación ejecutiva .....	12
3.2. Medición del nivel y de la estructura de la compensación .....	23
3.3. Proceso de definición de la compensación de los ejecutivos .....	32
3.4. Compensación en relación al desempeño .....	34
3.5. Compensación en relación al riesgo asumido .....	39
3.6. Nivel de rotación de los ejecutivos .....	43
3.7. Evaluación de desempeño relativo .....	45
3.8. Comparación internacional .....	48
3.9. Ratio entre compensación del CEO y el trabajador promedio .....	52
<b>4. Marco Teórico .....</b>	<b>55</b>
4.1. Problema de agencia y la Teoría de Contratos Eficientes .....	56
4.2. Problema de agencia y la Teoría del Managerial Power .....	63
<b>5. Evolución de la Compensación Ejecutiva.....</b>	<b>68</b>
5.1. Breve reseña histórica hasta la década de 1950 .....	68
5.2. Cambios en la compensación de ejecutivos entre 1950 y fines de los ‘80s.....	69
5.3. El auge de las fusiones y adquisiciones en los ‘80s .....	75
5.4. Explosión de las opciones de acciones en los ‘90s .....	78
5.5. Ajustes en la estructura de la compensación en los años 2000 .....	82
5.6. ¿Qué cambió después de la crisis financiera global del 2008? .....	86
<b>6. Conclusión y Consideraciones Finales .....</b>	<b>92</b>
<b>7. Bibliografía y Referencias .....</b>	<b>97</b>
<b>8. Anexos.....</b>	<b>100</b>

## 1. Abstract

La crisis financiera global que tuvo lugar en el 2008 generó mucha controversia respecto a la compensación de los ejecutivos y sobre cómo estaban estructurados sus incentivos. El objetivo de este trabajo es entender qué cambios se produjeron luego de la crisis para tratar de evitar cometer los mismos errores. Para ello, se hace un relevamiento de la literatura académica y los trabajos de investigación más relevantes sobre compensación ejecutiva, complementado con artículos periodísticos y regulaciones introducidas con posterioridad al 2008.

Para poder entender la problemática de la compensación ejecutiva, se ofrece una detallada descripción de sus características, empezando por un análisis de los componentes del paquete de compensación con sus distintas particularidades en relación a los incentivos del ejecutivo. También se analiza cómo se fueron moviendo tanto los niveles como la estructura de la compensación en relación al S&P 500. Se explica cómo se relaciona el pago a los ejecutivos con el desempeño de la compañía y con el nivel de riesgo que puede asumir el management. En este sentido, se hace especial hincapié en los beneficios que brinda la evaluación de desempeño relativa. Si bien el trabajo está principalmente orientado al mercado estadounidense, incluye una comparación internacional con las economías más grandes del mundo. En un apartado se muestra la tendencia en el tiempo de la relación entre el pago a un CEO y a un trabajador promedio, que se ubica alrededor de 300 veces al final del período analizado. Luego, se hace un repaso sobre las dos principales corrientes teóricas y sus propuestas para resolver el problema de agencia entre ejecutivos y accionistas. Estas son la Teoría de Contratos Eficientes y la Teoría del *Managerial Power*.

Por último, se muestra cómo fue adaptándose la compensación ejecutiva ante los distintos contextos económicos, regulatorios y de negocios. Esta perspectiva histórica nos permite ver cómo se eran los planes de compensación hacia el 2008 y cómo cambiaron con posterioridad. Se concluye que se produjeron cambios importantes en la composición de los contratos de compensación de los ejecutivos, agregando mayor proporción de acciones restringidas vinculadas a desempeño en detrimento del uso de opciones de acciones. Se analizan las causas que podrían haber provocado tales cambios, que estarían dadas por una combinación de varios factores. Ciertos cambios normativos que se promulgaron luego de la crisis, recién tendrán aplicación efectiva desde el 2018, por lo que será un tema a analizar en el futuro qué impacto tienen sobre la compensación ejecutiva.

## 2. Introducción

### 2.1. Contexto

Para introducirse en el tema, sería interesante arrancar por ver la magnitud de la compensación de los principales CEOs del mundo. En la Tabla 1 se puede observar un ranking con los 5 CEOs mejor remunerados del 2016, publicado por *Bloomberg*. La particularidad de este ranking, a comparación de otros que se pueden encontrar en la web, es que anualiza los pagos en acciones u opciones durante el período de restricción de tales instrumentos. Como se explica más adelante, las acciones u opciones recibidas en un determinado año, tienen un período de restricción durante el cual el ejecutivo no las puede disponer. En el caso de los premios especiales, estos se tratan de pagos en un determinado año por alguna razón específica, que no es probable que se vuelvan a repetir. En el caso del CEO de *Wal-Mart*, recibió en 2016 recibió un paquete de \$235 millones de dólares en acciones restringidas por cerrar la adquisición de una compañía, de la cual él mismo era cofundador. El CEO de *Evercore*, en cambio, recibió un paquete de \$124 millones de dólares, entre acciones restringidas y bonos por objetivo, solo por haberse unido a la compañía.

**Tabla 1**

**Composición de la Compensación de los 5 CEOs Mejor Remunerados de 2016**

CEO	Compañía	Salario	Bono	Otorgamiento de Acciones u Opciones	Premios Especiales	Planes de pensión, pagos diferidos y otros beneficios	Total
1 Marc Lore	Wal-Mart Stores Inc.	\$346.154	\$1.055.136	\$0	\$235.468.788	\$26.113	<b>\$236.896.191</b>
2 Tim Cook	Apple Inc.	\$3.000.000	\$5.370.000	\$141.289.188	\$0	\$377.719	<b>\$150.036.907</b>
3 John S. Weinberg	Evercore Partners Inc.	\$58.974	\$0	\$0	\$123.932.081	\$0	<b>\$123.991.055</b>
4 Sundar Pichai	Alphabet Inc.	\$650.000	\$0	\$105.480.009	\$0	\$372.410	<b>\$106.502.419</b>
5 Elon Musk	Tesla Inc.	\$45.936	\$0	\$99.698.984	\$0	\$0	<b>\$99.744.920</b>

Fuente: Bloomberg.com. El índice incluye los 200 ejecutivos mejor compensados en el año, considerando: salarios, bonos, opciones de compra de acciones, acciones restringidas, cambios en el valor de los planes de pensión y otros beneficios. Los instrumentos basados en acciones se miden a la fecha de cierre del año fiscal, por lo que los montos pueden diferir de los publicados por las compañías en sus balances. Los pagos recurrentes de acciones u opciones se incluyen al momento de otorgamiento y no en el año en que se liberan. Se anualizan los pagos realizados en un momento y que abarcan más de un año.

Para poder tener una mejor referencia de los montos de las ganancias de los CEOs, quizá es mejor compararlos con otros trabajos o profesiones que se conocen como bien remunerados. En la Tabla 2 se puede ver quiénes fueron los artistas y deportistas mejor pagados en el mundo durante 2016. En primera instancia, se observa que los montos no son para nada bajos, pero si son bastante menores a los que se ven en los top-5 CEOs. Para los músicos, los mayores ingresos provienen de giras de conciertos y ventas de discos, y en menor medida de publicidad. En el caso de actrices y actores, las ganancias vienen por los honorarios cobrados por adelantado para películas que estaban por rodarse, pero también hay una buena medida de ingresos por la venta

de entradas para ver sus películas.<sup>1</sup> Para los deportistas, la forma de pago es un poco más heterogénea e incluye salario fijo, premios por logros y, sobre todo, publicidad.

**Tabla 2**

**Ingresos de los Mejores 5 de la Música, la Actuación y el Deporte, entre 2015 y 2016**

	Músicos		Actrices y Actores		Deportistas	
1	Taylor Swift	\$170.000.000	Dwayne Johnson	\$64.500.000	Cristiano Ronaldo	\$88.000.000
2	One Direction	\$110.000.000	Jackie Chan	\$61.000.000	Lionel Messi	\$81.400.000
3	Adele	\$80.500.000	Matt Damon	\$55.000.000	LeBron James	\$77.200.000
4	Madonna	\$76.500.000	Tom Cruise	\$53.000.000	Roger Federer	\$67.800.000
5	Rihanna	\$75.000.000	Johnny Depp	\$48.000.000	Kevin Durant	\$56.200.000

Fuente: Forbes.com. Se toman los ingresos obtenidos entre el 1 de junio de 2015 y el 31 de mayo de 2016, antes de impuestos y *management fees*.

Al hacer la comparación entre los ingresos de los CEOs contra los de artistas y deportistas, está claro que hay que hacer varios ajustes para hacerlos estrictamente comparables. Por ejemplo, la banda *One Direction* estaba compuesta por 5 artistas y aparte, la fuente no aclara si los ingresos de las giras son por ventas de tickets o netos de gastos de producción. De todos modos, sin tener demasiada información, uno puede relacionar que los altos ingresos de las personas incluidas en la Tabla 2 están relacionados con buenos rendimientos en sus respectivas especialidades, ya sea en muchos discos vendidos, películas muy taquilleras o buenos resultados deportivos. En el caso de los CEOs, uno entiende que son las cabezas de las empresas más grandes del mundo, pero así y todo llama mucho la atención la magnitud de esas compensaciones. Si uno se centra solamente en salarios y bonos, que es finalmente el dinero en efectivo que se llevaron en el año, los montos no parecen tan llamativos. Cuando se agregan acciones y opciones, los montos son asombrosos, pero también hay que tener en claro que para terminar cobrando esos paquetes es necesario que pasen varios años y que el precio de la acción se mantenga o siga subiendo, lo cual no es ninguna garantía.

Entonces, lo que resulta de la Tabla 1, es que analizar los paquetes de compensación ejecutiva es bastante complejo. La importancia de estudiar este tema consiste en buscar la manera de resolver el problema de agencia que se genera entre el inversor (principal) y el ejecutivo (agente). Naturalmente, inversores y ejecutivos tienen distintos intereses económicos, ya que el primero se interesa en maximizar su rentabilidad dada principalmente por el precio de la acción, mientras que el ejecutivo se preocupa por maximizar su función de utilidad, que se podría resumir como la remuneración por su esfuerzo y/o talento. A su vez, este problema se ve agravado por dos grandes causas, una es la dispersión de la propiedad de las acciones, que cuanto mayor cantidad de accionistas hay sin que se destaque un accionista mayoritario, menor la preocupación por controlar de cerca las decisiones de los ejecutivos. La otra causa que agrava

<sup>1</sup> En el puesto 6 aparece la primera actriz del ranking, Jennifer Lawrence, con \$46 millones de dólares.

el problema de agencia es la asimetría de información, dado que el principal carece de la misma cantidad y calidad de información sobre el desempeño de la compañía de la que goza el agente.

En lo académico, la compensación ejecutiva se viene estudiando desde fines de los '70s, donde uno de los aportes más importantes fue el *paper* de Holmström en 1979, pero no había gran cantidad de trabajos de investigación como los hay ahora. El auge de la investigación sobre la problemática de los incentivos a los ejecutivos se dio recién a mediados de los '90s, cuando el nivel de compensación ejecutiva tuvo un incremento significativo. Hasta 1985 se escribían en promedio 2 *papers* por año, mientras que se llegaron a los 60 *papers* en 1995. El tema no solo fue adquiriendo relevancia en el ámbito académico, sino también en el ámbito político y social. En los '90s, se le fue dando mayor interés en los medios masivos como televisión y diarios con relativo dramatismo, junto a una percepción de que los altos pagos a los CEOs generaban despidos, cierres de fábricas y reducciones de personal (Murphy 1999).

De la misma manera, los casos de compensación ejecutiva ocuparon buena parte de los titulares de los diarios durante la crisis financiera global del 2008. El cuestionamiento de la sociedad sobre el desproporcionado pago a los CEOs durante esta crisis no era para menos. Los trabajos académicos del momento documentaban que, por ejemplo, el CEO de *Home Depot* se había llevado \$210 millones de dólares de bono en cash, entre 2005 y 2007, mientras que durante el 2007 era removido porque la compañía no encontraba rumbo. Otro caso muy polémico fue el de Richard Fuld, CEO de *Lehman Brothers* hasta su quiebra en 2008, que se había llevado \$200 millones de dólares en bonos cash, entre 2006 y 2007. El CEO de *Countrywide*, una de las compañías más grandes de hipotecas de aquel momento que luego fue absorbida por el *Bank of America*, se había llevado \$500 millones de dólares de bono en cash durante los 3 años previos a su desaparición.<sup>2</sup>

Particularmente, los top-5 ejecutivos de *Bear Stearns* y *Lehman Brothers*, se llevaron entre 2000 y 2008 un estimado de \$1,4 billones y \$1 billón de dólares, respectivamente, computando los componentes de la compensación atados a performance, como bonos por objetivos, venta de acciones y ejercicio de opciones. Estos montos superan ampliamente la tenencia accionaria al inicio del período en consideración, por lo que el flujo de dinero hacia de estos ejecutivos fue muy positivo. Por supuesto que sus tenencias al final del período valían poco y nada, lo mismo para quienes ya eran accionistas al inicio del período, que perdieron todo. Lo paradójico de estos casos es que *Bear Stearns* fue vendida a *JP Morgan* en marzo de 2008 de manera forzosa para evitar la quiebra, mientras que *Lehman Brothers* no se pudo salvar y fue directamente a la quiebra (Bebchuk, Cohen, y Spamann 2010).

Un estudio que revela que las compañías financieras que más pagaron de compensación residual (sería la compensación que no se explica por el tamaño de la firma o por el tipo de compañía financiera) entre 2000 y 2008, fueron: *Bear Stearns*, *Lehman Brothers*, *Citicorp*, *Countrywide* y *AIG*. Resulta que todas estas firmas quebraron, desaparecieron o recibieron

---

<sup>2</sup> Ganapolsky, Eduardo. 2015. "Aplicaciones de Información Asimétrica a Finanzas Corporativas". Notas de clase. Maestría en Finanzas. Universidad Torcuato Di Tella.

ayuda del gobierno para sobrevivir. En cambio, las compañías que dieron a sus ejecutivos una compensación más moderada fueron *JP Morgan*, *Goldman Sachs*, *Wells Fargo* y *Berkshire Hathaway*. Esto indica que hubo una correlación positiva entre la compensación de los ejecutivos y el incentivo a resultados de corto plazo que exacerbaron la exposición al riesgo de las compañías. No obstante, es muy probable que esos altos resultados de corto plazo y el consecuente elevado nivel de riesgo, haya sido producto de una ferviente demanda de los accionistas (Cheng, Hong, y Scheinkman 2010).

## 2.2. Metodología del trabajo

Por lo descrito precedentemente, la crisis financiera global del 2008 despertó especial interés en los políticos y los accionistas en entender mejor cómo se recompensa a los ejecutivos. En un principio, el foco estuvo puesto en el sector financiero, en particular en las compañías que habían recibido ayuda del Tesoro, pero luego se fue expandiendo hacia el resto de las empresas. El objetivo de este trabajo es entender qué cambios se produjeron a raíz de esta mayor preocupación por la problemática de la compensación ejecutiva, cómo se dieron esos cambios y cuáles son sus propósitos.

Para cumplir con ese objetivo, se ha hecho un relevamiento de la literatura académica y trabajos de investigación más importantes sobre compensación ejecutiva. En general, los temas teóricos y conceptuales más completos sobre este tema surgen de *papers* previos a la crisis del 2008. Entre otros, los principales autores consultados fueron: B. Holmström, K. Murphy, L. Bebchuk y J. Fried. A su vez, estos conceptos fueron complementados con una recopilación de artículos periodísticos y trabajos de investigación académica posteriores al 2008, en cuanto al diseño de los planes de compensación, como así también desde el punto de vista regulatorio por parte de los distintos organismos que velan por la seguridad de los inversores, y desde la postura de los accionistas y su mayor interés en tratar de tener mayor control del gobierno corporativo.

La estructura de este trabajo empieza con una detallada descripción de las características de la compensación ejecutiva y las distintas problemáticas que se presentan en el armado de un plan de compensación. Luego, se hace un repaso sobre las dos principales corrientes teóricas que tratan de brindar una solución al problema de agencia entre ejecutivos y accionistas. Estas son, la teoría de contratos eficientes y la teoría del poder gerencial. Por último, se ofrece un panorama histórico sobre cómo fue evolucionando la compensación ejecutiva en los distintos estadios de la economía norteamericana hasta llegar a la crisis financiera del 2008, donde se detallan los principales cambios que ocurrieron como consecuencia de esta crisis y cuáles fueron sus efectos.

En la sección 0, se inicia con la descripción de los componentes de la composición ejecutiva. Los componentes principales son: el salario base, el bono anual por objetivos, las opciones de compra de acciones, las acciones restringidas y otros beneficios adicionales. Se detalla cómo cada uno de estos componentes presenta distintas particularidades y problemáticas

en relación a los incentivos que le ofrecen al ejecutivo. Para poder entender mejor la evolución de la compensación ejecutiva y las teorías que se desarrollaron sobre este tema, es importante tener en claro de entrada cómo se diferencian estos componentes.

Se sigue con la medición de los niveles de compensación y de cómo se fueron estructurando los planes de compensación a lo largo del tiempo. Para esto, se hace una diferenciación entre las maneras de medir la compensación, que pueden ser a valores de fecha de otorgamiento o a valores de realización. Estas diferencias se dan particularmente en los instrumentos basados en acciones, que pueden ser opciones de compra de acciones o acciones propiamente dichas, con alguna restricción. El valor que tienen estos títulos al momento en que se entregan al ejecutivo es muy distinto al valor que tienen al momento en que hace el *cash-in* por la realización de los mismos, ya sea por el ejercicio de las opciones o por la venta de las acciones. En este apartado, también se observa cómo se fueron moviendo tanto los niveles como la estructura de la compensación en relación a los precios de las acciones, representados por el índice de S&P 500.

Se hace también una breve descripción de cómo es el proceso de determinación de los planes de compensación a los ejecutivos. En especial, la función que cumplen los Comités de Compensación de las compañías y el rol del Directorio en el proceso general. Se verá que la teoría del *Managerial Power* pone especialmente el ojo en este proceso, dado que entiende que es el momento principal donde los ejecutivos ejercen su poder para obtener un paquete de compensación que satisfaga sus intereses, dejando los intereses de los accionistas en segundo orden. Los defensores de esta teoría entienden que el Directorio, que sería el encargado de velar por los intereses de los inversores, muchas veces no cumplen con esta función.

En el apartado siguiente se describe cómo es la comparación entre el nivel de compensación y el desempeño de los ejecutivos. Para ver esta relación se introduce el concepto de sensibilidad entre la compensación y el precio de la acción de la compañía. Se muestra cómo esta medida está directamente relacionada a la acumulación de tenencia accionaria de los ejecutivos, por la sencilla razón de que a medida que acumulan mayor porcentaje del capital accionario, su riqueza está más correlacionada con los movimientos en el precio de la acción de esa compañía. A su vez, la sensibilidad se ve especialmente afectada por la inclusión de las opciones de acciones, dado que agrega mayor complejidad al cálculo de esta medida por la asimetría de flujos de fondos que brindan estos instrumentos.

También se hace un análisis similar teniendo en cuenta la exposición al riesgo de la compañía. En este caso, se mide la relación que existe entre la compensación de los ejecutivos y el nivel de riesgo de la compañía. Para medir el riesgo se utiliza la volatilidad en el precio de la acción, que tiene especial incidencia en el valor de las opciones. La relación entre compensación y nivel de riesgo se mide con el *Vega* de la opción, que muestra el cambio en el valor de las opciones ante el aumento de un punto porcentual en la volatilidad del precio de las acciones subyacentes. Mediante el análisis de tendencia en el tiempo, se observa cómo esta

medida se incrementó fuertemente a mediados de los '90s, que fue cuando se dio el auge de las opciones de acciones como forma de compensación a los ejecutivos.

Luego, se intenta analizar si el desempeño de los ejecutivos tiene relación con el nivel de rotación. Esto es importante, porque uno supone que cuando una persona está teniendo un rendimiento por debajo de un nivel deseable, más temprano que tarde esa persona debería ser reemplazada por alguien más idóneo que pueda alcanzar el desempeño deseado. A su vez, esta suerte de amenaza respecto a la posibilidad de perder el empleo debería servir como un buen incentivo para que los ejecutivos procuren tener una buena performance. Se muestra cómo los resultados de los trabajos analizados sugieren que sí hay una relación positiva entre el mal desempeño y la rotación de los ejecutivos, pero que la probabilidad de salida por malos rendimientos sería muy baja.

Una cuestión importante en esta temática es la evaluación de desempeño relativa. En general, en la mayoría de los trabajos, es común que se evalúe el rendimiento de una persona en comparación con otros colegas similares para saber si realmente su desempeño estuvo por encima o por debajo de la media. En el caso de los CEOs, la manera más rápida y fácil de evaluar su desempeño es a través de la evolución en el precio de la acción de la compañía. Ahora, el precio de la acción está influenciado por muchos factores, de los cuales solo uno de ellos está directamente relacionado al mérito del CEO. En un contexto de mercado alcista, sería esperable que el precio de la acción la compañía tenga un incremento y, por el contrario, en un contexto bajista, probablemente el precio de la acción caiga en línea con el mercado. El desafío está en ver cómo depurar estas influencias para tratar de evaluar el desempeño de la compañía netamente atribuible a las decisiones de su management. En el apartado 3.7 se detallan algunos trabajos que apuntan a resolver este problema.

Este trabajo está basado en el análisis de la compensación ejecutiva en Estados Unidos, dada la mayor disponibilidad de información y de literatura académica sobre este tema en ese país. De todos modos, en el apartado 3.8 se hace una comparación internacional de la compensación ejecutiva entre las economías más grandes del mundo. Hay una gran cantidad de variables que afectan a una comparación de este estilo, desde culturales hasta regulatorias. Al ver este análisis se podrá corroborar que, en términos nominales, el nivel de compensación de los ejecutivos norteamericanos es significativamente superior a la media del resto de los países. Sin embargo, se detalla un trabajo de investigación académica que demuestra que, cuando a esta comparación se la ajusta por distintas variables que pueden afectar el nivel de compensación, como el tamaño de las compañías y el sistema de gobierno corporativo, la diferencia entre los ejecutivos de Estados Unidos y el resto de los países no sería tan grande.

Una medida que es muy común ver en las publicaciones relacionadas a los pagos a los ejecutivos, es el ratio entre compensación del CEO y la remuneración del trabajador promedio. Se observa que la tendencia de este ratio tuvo un salto muy significativo en la segunda mitad de la década de 1990, explicado solo por el espectacular incremento que se observó en el nivel de la compensación ejecutiva. Esta medida es muy popular porque se suele utilizar como un

parámetro de inequidad social, que adquiere mayor relevancia aún ante un contexto de recesión económica. Los acontecimientos de la crisis del 2008 derivaron en que los organismos de regulación hayan solicitado incluir este ratio en la información pública que deben presentar las compañías cotizantes a sus inversores, que empezará a regir en las presentaciones del año 2018.

En la sección 4 se da un panorama teórico, bajo el marco de la Teoría de Agencia. Esta teoría destaca que es necesario alinear los incentivos de los ejecutivos (agente) hacia los intereses de los accionistas (principal). Se entiende que el inversor y el ejecutivo tienen intereses distintos, donde el primero se interesa en la rentabilidad que obtiene del precio de la acción, mientras que el ejecutivo se preocupa por maximizar su función de utilidad. A su vez, se sabe que los ejecutivos son adversos al riesgo y que van a desear la mayor remuneración posible para maximizar su función de utilidad, pero a cambio de asumir el menor riesgo posible. Los accionistas, en cambio, pueden diversificar su cartera de inversiones y tener más apetito de riesgo para la compañía. Por lo tanto, la manera de reducir la aversión al riesgo que caracteriza al ejecutivo estándar, es a través de los incentivos que se estructuran en su plan de compensación.

En la teoría de Contrato Eficiente se asume que la función de utilidad del CEO y la función de producción, que relaciona sus decisiones con su resultado, son conocidas tanto por accionistas como por el CEO, pero solo este decide qué acciones llevar a cabo. Por ende, los accionistas saben qué buscan de los ejecutivos, pero no pueden observar directamente qué hacen. Allí surge el “principio de *informatividad*” que describe Holmström (1979), que básicamente explica que los contratos de compensación de los ejecutivos incluyen factores que le brindan información a los accionistas sobre las decisiones que toma el agente. Entre estos factores se encuentran, por ejemplo: el precio de la acción, los resultados contables, medidas operativas, etc. Esto da también un buen sustento teórico para el uso de medidas de desempeño relativas, dado que cuando hay varios ejecutivos (agentes) que se desempeñan en compañías similares, el desempeño de los competidores sirve como fuente de información para conocer el desempeño del ejecutivo.

Los autores que empezaron a desarrollar la teoría del *Managerial Power* como tal, fueron Lucian Bebchuk y Jesse Fried. Esta teoría se centra en el excesivo poder que ostentan los CEOs que agrava el problema de agencia. Consideran que la elevada compensación de los CEO es consecuencia de un problema sistémico en el gobierno corporativo y del control de los directores, por más que estos sean externos. El problema de agencia se da porque la compensación no es negociada en igualdad de condiciones entre el principal y el agente, debido a que el principal no tiene un representante con el poder suficiente y ni los recursos necesarios como para defender sus intereses. Los directores, que son quienes deberían cuidar los intereses de los accionistas, están influenciados por componentes sociales y psicológicos en sus puestos, como el espíritu de equipo, el deseo de evitar conflictos y la empatía o lealtad con el ejecutivo. Entre otros aspectos, el grado de poder de los ejecutivos está dado por el nivel de concentración o dispersión de los accionistas, el tamaño y la independencia del directorio, la existencia de políticas “*anti-takeover*” en el contrato del CEO y la existencia de inversores institucionales que monitoreen más de cerca las decisiones del management. La limitación en la magnitud del

contrato de compensación del CEO solo estaría dada por la indignación de las partes interesadas en estos contratos y las restricciones que imponen cuando se observan extremos.

En la sección 5 se puede ver un seguimiento de la evolución de la compensación ejecutiva desde principios del siglo XX. A lo largo de los distintos apartados de esta sección, se va viendo cómo fue mutando la compensación ejecutiva como respuesta a distintos factores: contexto económico, cambios regulatorios y cambios en la manera de hacer negocios. En este sentido, las opciones de acciones se empezaron a usar en la década de 1920, pero recién empezaron a ser más relevantes hacia mediados de los '50s, gracias a una ley que le dio un marco jurídico. Desde una perspectiva bien amplia, el gran salto en el nivel de compensación ejecutiva se dio hacia mediados de los '90s. Entre 1992 y 2001, se observa que el nivel de compensación se triplicó en términos reales, siendo las opciones de acciones el componente que explican gran parte de ese incremento. El mayor uso de las opciones vino dado en gran medida por la intención de los accionistas de alinear los incentivos de los ejecutivos hacia los suyos, pero el problema fue que el mayor uso de opciones no fue contrarrestado por una disminución de los otros componentes.

Esta perspectiva histórica nos permite ver cómo fue avanzando esta problemática hacia el 2008, cuando se desencadena una de las crisis financieras más grandes de todos los tiempos. Habiendo pasado la explosión de la burbuja de internet entre el 2000 y el 2001, ya se fueron dando algunos cambios en el uso de las opciones como forma de compensación. Muchas opciones cedidas durante el pico del mercado a fines de los '90s terminaron expirando sin valor por la caída de los precios de las acciones. Esto hizo que los ejecutivos dejaran de demandar opciones y prefieran acciones restringidas como remuneración, que por lo menos conservarían algo de valor con el paso del tiempo. En este contexto se empezaron a dar también muchos cambios regulatorios, con el objetivo de tratar de controlar el aumento en el nivel de compensación de los ejecutivos.

Finalmente, estalló la crisis y todos los cañones apuntaban a los altos ejecutivos de las compañías financieras que habían incurrido en un exceso de riesgo tal, que terminó por desatar una crisis sistémica. Ante la necesidad de salvar a los bancos que estaban al borde de la quiebra, para evitar un mal peor, el gobierno también se vio obligado a demostrarle a sus ciudadanos que se preocupaba por cuidar el dinero recaudado por sus impuestos. Esto derivó en una serie de regulaciones con el objetivo de tener bajo control las malas prácticas de compensación ejecutiva. Con la ley *Dodd-Frank* se le dio mayor impulso al uso de las normas sobre *Clawback*, se buscó mayor transparencia con la obligación de detallar los planes de compensación basados en performance que pudieran generar mucho riesgo y el *Pay Ratio*, y se intentó también acercar más a los accionistas respecto a la compensación de los ejecutivos con un voto no vinculante. La crisis también volvió a despertar la preocupación de los accionistas sobre este tema, que se fue plasmando con la mayor injerencia de consultoras especializadas en servicio a los accionistas institucionales.

La conclusión de este trabajo es que se produjeron cambios importantes en la composición de los contratos de compensación de los ejecutivos, que fueron ponderando más el uso de acciones restringidas vinculadas a desempeño. No hay una sola causa que explique este cambio, sino que serían varios los factores que incidieron. Esta combinación de factores estaría dada por las nuevas regulaciones provistas por la ley *Dodd-Frank*, la mayor preocupación de los directores en obtener un buen margen de aprobación de sus accionistas, el mayor escrutinio de los accionistas a través del voto no vinculante y la mayor relevancia que tomaron las consultoras especializadas en el asesoramiento a los accionistas. Algunas obligaciones de esta ley recién se empezarán a aplicar en el 2018, por lo que habría que ver a futuro que impacto tienen sobre la compensación ejecutiva.

### 3. Características de la Compensación Ejecutiva

#### 3.1. Descripción de los componentes de la compensación ejecutiva

##### Salario base

El salario base es un componente muy importante y los ejecutivos le prestan especial atención, por más que haya perdido peso relativo en la estructura total de la compensación. En primer lugar, el salario base representa el salario fijo de los ejecutivos, por lo que aquellos más adversos al riesgo lo prefieren más que cualquier otro componente. Aparte de eso, lo más importante es que los otros componentes de la compensación se definen en relación al salario base: el bono anual por objetivo es en base a un porcentaje del salario, las *stock options* se definen como múltiplos del salario base y, el resto de los beneficios, como planes de retiro e indemnizaciones acordadas, también dependen del nivel de salario base.

A nivel ejecutivo, generalmente se determina vía *benchmarking*. Esto es, se define en función de encuestas del mercado en general, a excepción de empresas de servicios públicos y de servicios financieros que por lo general usan encuestas específicas de la industria. A esas encuestas se las complementa con un análisis específico de la industria en la que opera la compañía y de otros competidores. Luego se hacen ajustes según el tamaño de la empresa, generalmente usando el nivel de ventas, aunque también se suele usar el nivel de capitalización bursátil, sobre todo en *startups* que todavía no tienen altos niveles de ventas.

El problema que tienen muchas veces las encuestas es que no incluyen los criterios considerados importantes por los especialistas en empleo, que son la edad, la experiencia, el nivel de educación y el desempeño en la compañía. En cambio, se consulta sobre el nivel de salario base y se clasifica la respuesta según el percentil en que se encuentre. También algunas veces se hacen ajustes discrecionales antes de ser incluidas en los criterios de la encuesta y se suele usar el tamaño de la firma, en el mejor de los casos, como un estimador de la complejidad

del trabajo y de las habilidades que se requieren. El hecho de que los salarios se fijen en función de encuestas ajustadas por el tamaño de la firma, da mayor sustento a la relación que se observa entre el tamaño de la empresa y el nivel de compensación.

Esta metodología genera un efecto espiral en la compensación de los ejecutivos. Los salarios que se encuentran por debajo del percentil 50 se consideran debajo del mercado, mientras que los que están entre el 50 y 75 son considerados competitivos. Como todas las compañías quieren remunerar a sus ejecutivos con salarios competitivos, el nivel general de salarios va subiendo año a año, por lo que los sueldos de los ejecutivos tienen un sesgo a la suba. La situación se agrava por el hecho de que las compañías elijen discrecionalmente a quienes incluir en el grupo de referencia con los cuales compararse. Si bien desde 2006 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) obliga a las compañías públicas a explicitar en sus estados contables de publicación, quienes son las empresas que se incluyen en dicho grupo de referencia, esto solo facilita a los inversores transparentar el grupo de referencia, pero no contempla ningún tipo de limitación respecto a la selección.

En un artículo publicado por *Bloomberg* (2015)<sup>3</sup>, se observa claramente el defecto que se produce por el uso de grupos de referencia a discreción, para definir el nivel de compensación. La empresa *Jarden Corp.*, con una capitalización de mercado de \$9,2 billones de dólares y ventas de \$8,3 billones, en 2011 hizo un cambio significativo en la selección del grupo de referencia donde incluyó 14 compañías, de las cuales más de la mitad tienen más del doble de ventas que *Jarden* y un tamaño de mercado mucho más alto. Entre este nuevo grupo de compañías se encuentran *Oracle*, *eBay* y *Adobe*, que tienen muy pocas características en común con *Jarden*, no solo en cuanto a tamaño, sino también en cuanto al negocio. Entre 2011 y 2014, los top-3 ejecutivos de esta compañía multiplicaron por 8 el total de la compensación recibida, de \$28 millones a \$224 millones de dólares, incluyendo salarios, bonos, compensación basada en acciones y otros beneficios adicionales.

### Bono anual

Los bonos basados en logros de desempeño anual son una forma de compensación utilizada prácticamente en todas las organizaciones con fines de lucro. Antes de describir cómo se estructuran los bonos, es conveniente tener en claro qué tipo de métricas se utilizan para medir el desempeño y cómo se definen los objetivos para evaluar el desempeño de los managers. El tipo de métricas hace referencia a qué medidas se utilizan para medir la performance. Estas pueden ser contables, de mercado como el precio de la acción, operativas, de clientes, etc. El cómo se definen los objetivos, hace referencia los estándares de performance, o sea, qué parámetros se toman para medir los objetivos, que pueden ser en base al desempeño respecto a un presupuesto, en base al desempeño respecto a un competidor o del mercado, en base a un criterio discrecional, etc.

---

<sup>3</sup> Melin, A., & Diamond, J. (junio de 2015). How Companies Justify Big Pay Raises for CEOs. Bloomberg.com. Link: <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-executive-pay-peer-groups/>

Entonces, las medidas de performance son el tipo de métrica que utilizan las compañías para medir el desempeño de los ejecutivos. Murphy (1999) destaca que casi todas las empresas utilizan al menos una medida contable, que entre las más comunes están: EBITDA, Resultado Operativo, Ventas, Resultado Antes de Impuestos y Resultado Neto. En la mayoría de los casos se toman estas medidas a valor nominal, aunque también hay casos en que estas medidas se hacen relativas “por acción” (ganancia por acción) o como medida de retornos (margen bruto, retorno sobre activos, retornos sobre patrimonio neto). Hay también casos donde se toman medidas expresadas en tasa de crecimiento de una o algunas variables. En menor medida, existe el uso de métricas no contables, orientadas especialmente a medir el desempeño individual de los ejecutivos, que está basado en objetivos preestablecidos. Algunos ejemplos de este tipo de medidas son: satisfacción del cliente, objetivos de productividad, capacidad ociosa de planta, implementación de sistemas, etc.

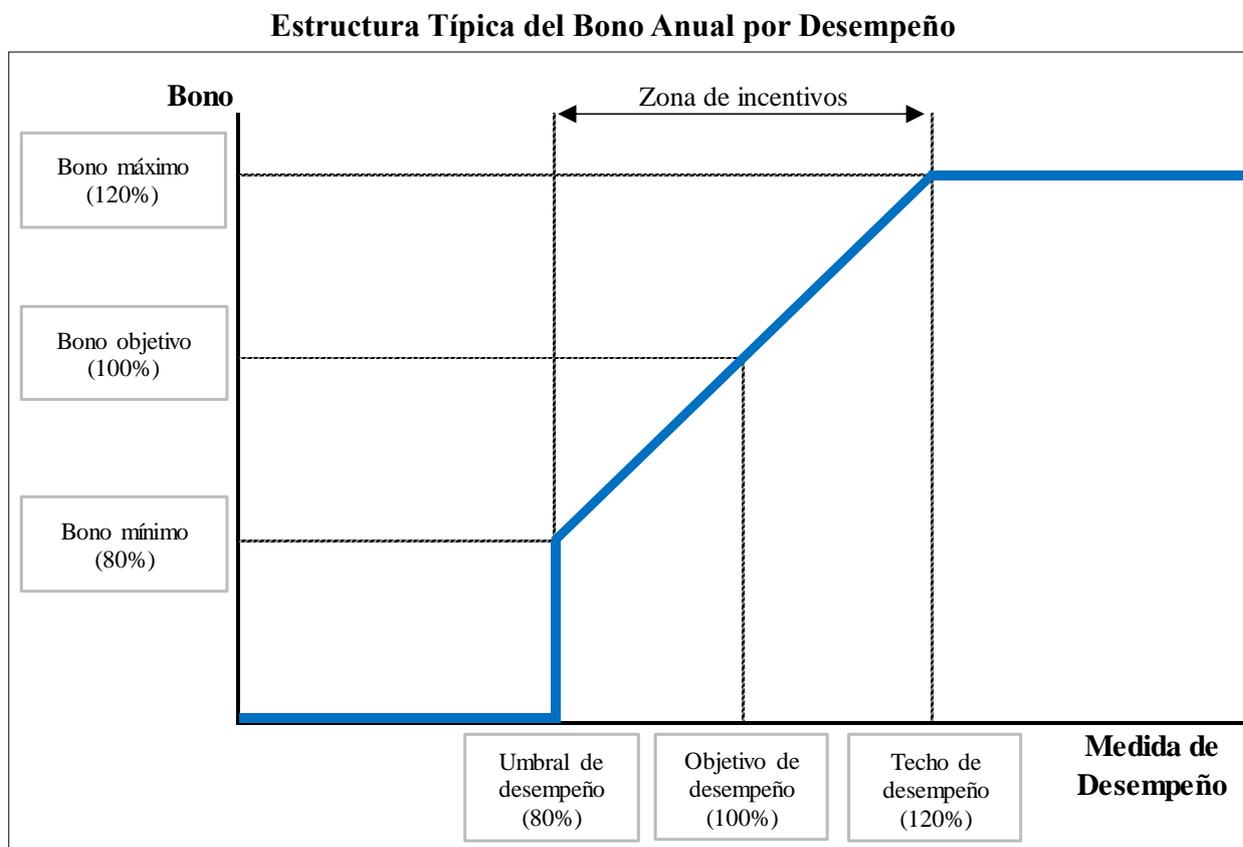
Como se comentaba, los estándares de performance hacen referencia a cómo se definen los objetivos que deben cumplir los ejecutivos para hacerse del bono anual y en base a qué parámetro se determinan. De los datos brindados por Murphy (1999), resulta que las maneras más comunes de definir los estándares de performance, ordenados de manera descendente por mayor uso, se pueden agrupar en:

- Presupuesto: cuando las métricas se miden en función de un presupuesto o un plan de negocios;
- Períodos Anteriores: cuando el estándar se basa mejoras o crecimiento de un año a otro para alguna medida en particular;
- Discrecional: cuando los estándares son determinados subjetivamente por el Directorio en base a un plan de negocios, un presupuesto, desempeño del año anterior o cualquier evaluación subjetiva para alcanzar un desempeño determinado;
- Competencia: cuando está relacionado al desempeño de otras compañías o de la misma industria en que se desempeña;
- Estándares atemporales: que son fijos a lo largo de los años o que se mueven de manera independiente al desempeño actual;
- Costo de capital: cuando se toma alguna medida relativa al costo de capital como estándar.

El problema de las medidas que se toman como estándar de desempeño se da cuando, quienes son evaluados, tienen algún tipo de incidencia sobre la definición de dicha medida. Como se vio anteriormente, los estándares de performance más utilizados se basan en “Presupuesto” y en “Períodos Anteriores”. En el caso de los estándares medidos por Presupuesto, los ejecutivos pueden tener incentivos a inflar el presupuesto en algunos rubros y a tomar decisiones en un año que luego puedan afectar positivamente (o negativamente) al presupuesto del año próximo, sin que tales decisiones tengan por objetivo final mejorar el desempeño de la compañía, sino más bien de maximizar el bono a cobrar. De la misma manera, cuando las medidas son basadas en Períodos Anteriores, los ejecutivos tienen incentivos a no tener muy buenos resultados en un año para no levantar la vara de performance del año siguiente, produciendo así un efecto espiral negativo en los resultados acumulados a largo plazo.

Por el contrario, si los estándares de desempeño se basan en el “Costo del Capital”, en la “Competencia” o en “Medidas Atemporales”, para quienes son evaluados para aplicar al bono, les es más difíciles influir en este tipo de medidas. Aunque una manera de influir podría darse cuando dichos estándares son definidos por primera vez, en períodos subsecuentes seguiría siendo igualmente difícil de modificar. Hay evidencia que muestra que las compañías que utilizan alguna variante de estas medidas tienen resultados de desempeño más volátiles que aquellas que utilizan medidas basadas en Presupuesto o en Períodos Anteriores, por ende los bonos también son más variables (Murphy 1999). Esto nos dice que, cuando los ejecutivos pueden influir en las variables que miden su desempeño, los resultados de su desempeño tienden a parecer más “suavizados” en el tiempo y nos dan una idea de que no representan el desempeño real de un período determinado.

### Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a Murphy (1999).

En el Gráfico 1 se ilustra cómo es la estructura del plan típico de bono anual de una manera que relaciona la compensación del ejecutivo, por medio del bono, con la medida del desempeño establecida. Esta estructura se puede dividir en 3 partes:

- Desempeño por debajo del umbral mínimo: independientemente de cuál sea la medida de performance elegida, el plan típico tiene una medida mínima de desempeño a partir del cual al ejecutivo se le comienza a acreditar el bono, pero si el desempeño está por debajo de este umbral, el ejecutivo no percibe bono alguno. Esta medida está definida como un porcentaje del objetivo de desempeño fijado.

- Zona de incentivo: cuando el desempeño supera el umbral mínimo, entra en la zona de incentivo. Esta zona está delineada en función del objetivo de desempeño estipulado para el ejecutivo, que va desde el umbral mínimo hasta un techo de desempeño, que está por encima del objetivo de desempeño. El bono objetivo se paga cuando se alcanza el objetivo de desempeño, y se paga aún más por superar ese objetivo, aunque hasta un máximo.
- Desempeño por encima del techo: cuando la performance supera en un cierto porcentaje al objetivo de desempeño, el monto del bono anual llega a un tope, que es el bono máximo. Es decir, no se premia el desempeño por encima del techo.

El gráfico visto nos muestra el funcionamiento de uno de los métodos más utilizados para delinear los planes de bonos anuales, que se lo conoce como el “80/120”. Bajo este método, se define un objetivo de desempeño que, de ser alcanzado, otorga al ejecutivo el 100% del bono objetivo definido. Si la performance real es menor al 80% del desempeño objetivo, el ejecutivo no recibe bono este año. En cambio, si el desempeño supera ese 80%, el bono se incrementa proporcionalmente hasta un techo equivalente al 120% del bono objetivo, que está dado por una performance igual o superior al 120% del desempeño objetivo. Por ejemplo, si se cumple con una performance equivalente al 79% del desempeño objetivo, el ejecutivo no recibe bono, mientras que, si ese desempeño se incrementase solo en un punto porcentual y llegase al 80%, resulta que el ingreso del ejecutivo da un salto discrecional igual al 80% del bono objetivo anual. Se lo llama “80/120” porque es el más común, pero también se usan otras medidas como 90/110, 95/100, 50/150, 80/110, 90/120, y 80/140 con una lógica idéntica.

Otro método para relacionar el rendimiento con la compensación, es el de “suma de objetivos modificado”, en el cual cada participante tiene asignado un bono objetivo, y la suma de los bonos objetivos individuales define el pool de bonos objetivo. Luego, ese pool de bonos se ajusta para arriba o para abajo según si la performance de la compañía excede o está por debajo, respectivamente, del objetivo de desempeño definido con anterioridad. El pool de bonos es cero si no se alcanza cierto umbral y, al igual que en el método “80/120”, tiene un techo en caso de exceder en cierta medida el *target* de performance. Una vez definido el pool de bonos, se lo asigna entre los participantes basándose en el desempeño individual de cada uno. Incluso se puede guardar cierta porción del pool para premiar a aquellos que hayan tenido un desempeño sobresaliente. Si bien es una mecánica distinta al método de “80/120”, cuando se lo observa desde el punto de vista del pool de bonos, que en definitiva es el costo total para la compañía, este sistema funciona de la misma manera al de “80/120”.

Como se ha observado, el típico plan de bono tiene una “zona de incentivo” que es relativamente estrecha. Esto abre el juego a la manipulación de las medidas de desempeño, cuando el rendimiento real del ejecutivo se encuentra cerca de los extremos de ese rango. El hecho de que los planes de bonos se basen en desempeños acumulados anualmente y de que los ejecutivos puedan medirlos e incidir directamente sobre ellos ajustando su esfuerzo y decisiones de inversión, produce un claro problema de incentivos. El razonamiento es que, si monitoreando el resultado acumulado en el año, los ejecutivos se dan cuenta que pueden exceder el techo del

plan de bonos, tienen incentivos a hacer maniobras para “reservar” resultados positivos en el año actual y diferirlos para el año próximo. En caso contrario, si el resultado acumulado en el año se encuentra muy por debajo del umbral mínimo para cobrar el bono y es muy probable que no se alcance, los ejecutivos tienen incentivos para resignar el bono del año actual, disminuir sus esfuerzos y diferir resultados al año siguiente. Otro problema aún peor se puede dar cuando el desempeño acumulado en el año se encuentra cerca del umbral mínimo que, por el salto discrecional que se produce entre no pago y pago del bono en ese límite, incentiva fuertemente al ejecutivo para alcanzar ese umbral, así sea por mayor esfuerzo o, lo que es preocupante, por manipulación de las variables que inciden en la medida de desempeño. Tal es así que, en el punto del umbral, la relación bono-performance tiene pendiente infinita.

Por lo visto, esa no linealidad de los planes de incentivos anuales genera incentivos a los ejecutivos a manipular las variables de medidas de desempeño, por lo que el efecto de las medidas de desempeño sobre los incentivos, puede ser contradictorio. Las medidas de performance contables son las más utilizadas debido a su fácil comprensión y su generalizada aceptación, pero tienen tres problemas fundamentales: (i) se basan en el desempeño pasado y de corto plazo, lo que da lugar a los ejecutivos a poder tomar medidas que afecten los resultados contables actuales en detrimento de resultados futuros (por ejemplo, recorte de gastos en investigación y desarrollo); (ii) pueden ser manipuladas a través de ajustes discrecionales en las provisiones o por diferimiento de resultados de un período a otro (por ejemplo, cuando se cambia el tratamiento contable de un determinado rubro)<sup>4</sup>; (iii) las típicas medidas contables se basan en ingresos y/o egresos, pero omiten el costo de oportunidad, dado por costo del capital empleado.

### Opción de Compra de Acciones

La opción de compra de acciones (también se las refiere directamente como opciones de acciones, opciones o *stock options*) es un contrato que suscribe un ejecutivo con su compañía, donde esta última le otorga al ejecutivo el derecho a comprar acciones a un precio estipulado (precio de ejercicio o *strike*), durante un período establecido. En el caso particular de las *stock options* para ejecutivos o empleados de la compañía, se agrega la característica del período de restricción (el cual se suele llamar *vesting period*), durante el cual el beneficiario no puede disponer de las opciones. Cumplido ese período, las opciones se desbloquean y están a libre disponibilidad del beneficiario (se dice que están *vested*), que puede ejercerlas o mantener la opción hasta el momento que considere apropiado ejercer o hasta que la opción expire.

Por ejemplo, un ejecutivo recibe un paquete de opción de compra de 100 acciones, que serán liberadas pasado un año desde la fecha del otorgamiento a razón de 25% cada año durante los próximos 4 años, siendo el vencimiento de las opciones a los 10 años desde la fecha de otorgamiento. El primer año el ejecutivo tiene las 100 opciones en su patrimonio, pero todavía no puede disponerlas, es decir, hasta no ser liberadas (*vested*) no son negociables y el ejecutivo

---

<sup>4</sup> Murphy (1999) menciona una serie de trabajos de investigación académica que comprueban que los ejecutivos manipulan las variables contables en función de los objetivos del bono anual.

las pierde si deja la firma (una manera común de indemnizar al ejecutivo ante una salida, generalmente por un cambio de control, es la aceleración de las opciones aún no liberadas). Pasado el primer año, se le liberan el 25% de las opciones a las cuales puede ejercer inmediatamente y hasta los 10 años desde la fecha de otorgamiento (fecha inicial). Pasados dos años desde el otorgamiento, se le libera otro 25% y así sucesivamente en los siguientes dos años.

Como uno puede intuir, se pueden emplear muchas variantes al contrato de opciones de acciones. Una variante podría ser, por ejemplo, fijar un precio de ejercicio indexado a las variaciones del mercado o la industria de referencia. Otra variante, que se puede adicionar a la anterior, podría ser supeditar el ejercicio de las opciones al cumplimiento de alguna medida de desempeño. También se podría fijar el término de las opciones al tiempo esperado de servicio del ejecutivo. Sin embargo, la evidencia empírica de trabajos de investigación sobre este tema, a mediados de la década de 1990<sup>5</sup>, demuestra que todas estas posibilidades no se explotan y que las compañías prefieren más bien acordar contratos más estándares. Estos generalmente estipulan que las opciones vencen a los 10 años del otorgamiento y se otorgan con precios de ejercicio similares al precio de mercado de la acción subyacente a la fecha en que se conceden (Murphy 1999).

La tenencia de una opción de compra de acciones no genera los mismos beneficios que la tenencia de la acción subyacente. Las *stock options* solo se ven beneficiadas por la apreciación del precio de la acción, pero no dan derecho al cobro de los dividendos de la acción. No obstante, la evidencia de los '90s muestra que solo unas pocas empresas ofrecían protección contra el pago de dividendos. Hay varias maneras de ofrecer esa protección, una podría ser reducir el precio de ejercicio cuando se pagan los dividendos, otra podría ser determinar el precio de la acción como pre-dividendo al momento del ejercicio, pero la manera más utilizada en aquellas compañías que si ofrecían esta protección era pagar al CEO los dividendos acumulados, con intereses, hasta el ejercicio de las opciones.

En principio, las *stock options* parecen ofrecer la relación más directa entre compensación al ejecutivo y performance de la compañía. Se entiende que es la manera más directa de compensar a los ejecutivos en función del precio de la acción, ya que la recompensa que brinda la opción es proporcional al incremento en el precio de la acción. Sin embargo, hay que evaluar los efectos contradictorios que puede tener este instrumento de compensación sobre los incentivos de los ejecutivos. En primer lugar, al no pagar dividendos, si no se ofrece una protección al ejecutivo contra la baja en el precio de la acción por el pago de dividendos, este se ve incentivado a no distribuir dividendos y a favorecer la recompra de acciones para tratar de mantener al máximo el precio de la acción. Segundo, por una cuestión técnica que se explica más adelante, las opciones aumentan de valor cuando hay mayor volatilidad en el precio de la acción, por lo que el ejecutivo está incentivado a encarar proyectos más riesgosos que le den

---

<sup>5</sup> Más adelante se muestra que a principios de los '90s comienza el boom de las opciones de acciones que se transforma en el componente principal de compensación a los ejecutivos y donde se sientan las bases de su forma de uso. Por este motivo, los estudios realizados durante los '90s bien pueden explicar las características de este componente con posterioridad a esos años.

esa mayor volatilidad que lo enriquece a él, pero no necesariamente a los accionistas. Por último, cuando los precios de las acciones caen muy por debajo del precio strike, las opciones quedan muy “*out-of-the-money*”, tanto que el ejecutivo puede percibir como muy difícil recibir compensación por sus opciones acumuladas y estas opciones pierden su efecto de incentivo. Con este argumento se suele justificar el reajuste en el precio de ejercicio de las opciones, luego de una baja significativa del precio de la acción subyacente.

En cuanto al valor de las opciones, hay que diferenciar dos conceptos que, si bien están relacionados, son fundamentalmente diferentes: el costo de otorgar opciones para la empresa (accionistas) y el valor de las opciones para el ejecutivo. El costo de las opciones para la compañía, sería el costo de oportunidad de lanzar esas opciones en el mercado a un inversor independiente, al valor que dicho inversor estuviera dispuesto a pagar. Hay que hacer la salvedad de que este inversor tiene absoluta libertad disponer de las opciones cuando quiera e incluso hacer operaciones de cobertura sobre el riesgo esas opciones, como por ejemplo una venta en corto de las acciones subyacentes. Adicionalmente, es lógico asumir que un inversor independiente tiene un portafolio diversificado y solo posee una parte reducida de su capital alocada a la compañía en cuestión.

Desde el punto de vista del ejecutivo, en cambio, no se cuenta con la misma libertad que el inversor independiente dado que no puede operar sobre las opciones recibidas ni mucho menos cubrirse haciendo ventas en corto de acciones de su misma compañía. Más aún, el ejecutivo está naturalmente atado al riesgo de la compañía, no solo por las opciones recibidas, sino también por su propio capital físico y humano que están correlacionados directamente a los resultados de la compañía. En virtud de estos argumentos, es razonable esperar que los ejecutivos valoren menos las *stock options* que lo que lo harían los inversores independientes. Aunque, siendo más finos en el análisis, los CEOs y altos ejecutivos manejan información relevante de la compañía y hasta pueden manejar los tiempos de los proyectos de manera tal de poder optimizar el valor de las opciones, razón por la cual podrían incluso valorarlas más que los inversores de afuera (Murphy 1999).

Hablando estrictamente de cómo valuar las opciones, el método más difundido y utilizado para calcular el costo de las opciones para la firma a la fecha de la cesión es la fórmula de Black-Scholes. El fundamento teórico detrás de esta fórmula radica en que, dado que los inversores pueden hacer operaciones de cobertura de riesgo y generar un portafolio sintético que replique los *cash flows* de la opción con una amplia gama de instrumentos financieros, las opciones se pueden valuar como si los inversores fueran neutrales al riesgo y todos los activos rindieran el equivalente a la tasa libre de riesgo. Para esto, es necesario que se den dos condiciones básicas: ausencia de oportunidades de arbitraje y reajuste periódico del portafolio sintético que *hedega* la opción. Bajo estos supuestos, las opciones se pueden valuar a la fecha de ejercicio (suponiendo un rendimiento esperado equivalente a la tasa libre de riesgo) y descontarse a la fecha de la cesión de las opciones usando la tasa libre de riesgo. El concepto de “neutral al riesgo” también es central en otros modelos de valuación de opciones, como pueden ser el modelo binomial o la valuación por simulación de Monte Carlo.

Si bien la fórmula Black-Scholes está ampliamente aceptada en el mundo de las finanzas, trae consigo ciertos inconvenientes para la valuación de opciones de ejecutivos. Es que esta fórmula asume que el rendimiento de los dividendos (*dividend yield*) y la volatilidad de la acción son constantes en el tiempo, lo cual es aceptable para las opciones que se negocian a corto plazo en los mercados de capitales (lo más común es con vencimientos a 6 meses), pero no lo es tanto para opciones que por lo general tienen fecha de expiración a 10 años. Un condimento adicional es que el ejecutivo pierde las opciones si por algún motivo deja la firma antes de que se hayan liberado (o sea, dentro del *vesting period*). Esta probabilidad de perder las opciones, que reduce el valor de las mismas, no está incluida en la fórmula de Black-Scholes, por lo que esa fórmula tiende a sobrevalorar las opciones de ejecutivos.

Otro punto que le agrega complejidad a la consideración del modelo de Black-Scholes, es que este asume que las opciones solo se pueden ejercitar a la fecha de ejercicio. En el caso de las opciones concedidas a ejecutivos, estas se pueden ejercer una vez que se hayan liberado, que de hecho es una práctica común hacer *cash-in* en ese momento y no esperar al vencimiento. Esto produce un efecto ambiguo en el costo de la opción, porque por un lado un inversor independiente estaría dispuesto a pagar más por una opción que se pudiera ejercitar antes y por ende elevaría el costo de la opción, pero por otro lado un ejecutivo poco diversificado sería propenso a ejercer rápidamente sus opciones, incluso antes que un inversor independiente, lo que podría reducir el costo de la opción para la empresa (Murphy 1999).

Por lo visto, un método de valuación de opciones para ejecutivos debería cubrir varios frentes que complejizan el cálculo: la aversión al riesgo del ejecutivo, su patrimonio, la porción de su portafolio de inversiones vinculado a la acción de la compañía y la probabilidad de que se vaya de la compañía antes del *vesting period*. En la Tabla 3 se puede ver un ejemplo de valuación que incluye todas esas variables, en la cual se expone la valuación de cuatro activos, una opción restringida (equivalente a una opción con precio de ejercicio \$0), una opción emitida con precio de ejercicio descontado (menor al precio de mercado), una opción emitida con precio de ejercicio igual al de mercado y una opción emitida con prima (precio de ejercicio por encima del precio de mercado de la acción). Para los cuatro activos calcula el valor en base a Black-Scholes. Luego, agrega para cada uno de ellos, las variables de Aversión al Riesgo y de Porcentaje de Riqueza invertido en la compañía.

Los resultados demuestran que cuanto mayores sean la aversión al riesgo del ejecutivo y el porcentaje de su patrimonio invertido en la compañía, menor valor tendrá la opción para el ejecutivo. Otra forma de analizarlo es que, cuanto mayor sea la probabilidad de no ejercer la opción hasta el momento de su vencimiento, menor valor tendrá para el ejecutivo, y por ende, el monto que un ejecutivo estaría dispuesto a pagar por una determinada opción de compra de acciones de la compañía será menor, siempre que estas tres variables aumenten: aversión al riesgo (relacionado con la edad), patrimonio invertido en la compañía (relacionado con el tiempo de servicio en la compañía), probabilidad de no ejercicio antes del vencimiento (relacionado con el precio *strike* y el *vesting period* de la opción). Entonces, el ejecutivo estaría

más predispuesto a recibir compensación en efectivo en lugar de opciones, cuando esas tres variables se incrementan.

**Tabla 3**

**Valuación de Opciones para Ejecutivos poco Diversificados y Adversos al Riesgo**

	Acciones Restringidas	Opciones con Descuento ( <i>in-the-money</i> )	Opciones a valor de Mercado ( <i>at-the-money</i> )	Opciones con Prima ( <i>out-of-the- money</i> )	
Precion de la Acción	\$30,00	\$30,00	\$30,00	\$30,00	
Precio de Ejercicio	\$0,00	\$15,00	\$30,00	\$60,00	
Valor por Black-Scholes	\$30,00	\$22,88	\$17,60	\$11,12	
<u>Aversión al Riesgo Relativa</u>	<u>% de Riqueza en la Compañía</u>				
1	50%	\$30,00	\$22,88	\$17,60	\$11,12
1	75%	\$27,03	\$17,46	\$13,43	\$6,51
1	90%	\$22,90	\$13,38	\$7,88	\$4,43
2	50%	\$19,94	\$12,76	\$7,80	\$3,30
2	75%	\$14,31	\$7,42	\$3,57	\$1,17
2	90%	\$10,73	\$4,33	\$1,62	\$0,45
3	50%	\$15,67	\$8,63	\$4,28	\$1,27
3	75%	\$10,90	\$4,31	\$1,36	\$0,25
3	90%	\$7,84	\$2,04	\$0,39	\$0,05

**Fuente:** Murphy (1999). La valuación está calculada como el monto que un ejecutivo estaría dispuesto a pagar para recibir una opción, asumiendo que la aversión al riesgo relativa es constante y que las opciones se mantienen durante diez años. Se asume que la riqueza invertida en la firma está dividida entre opciones y acciones (sin dividendos); se asume que la riqueza invertida fuera de la firma tiene un rendimiento equivalente a la tasa libre de riesgo de  $R_f=7\%$ . Se asume que la distribución de precios de la acción en 10 años es normal, con volatilidad  $\sigma=0,31$  y valor esperado  $(R_f + \beta(R_m - R_f) - \sigma^2/2)T$ , siendo  $T=10$ ,  $R_m=13\%$  y  $\beta=1$ .

Como veremos más adelante, la regulación fiscal sobre las opciones como forma de compensación tuvo mucha incidencia en la manera en que se fueron estructurando a lo largo del tiempo, con el objetivo de evitar al máximo posible la carga impositiva sobre el beneficiario -ejecutivo- y de deducir lo más que se pueda el gasto por compensación en los impuestos de la compañía. Lo mismo ocurre desde el punto de vista contable, los cambios en las normas del *Financial Accounting Standard Board* (FASB) fueron claves, tanto en el auge del uso de las opciones como en su decadencia. La importancia del aspecto contable radica en el cargo al resultado del ejercicio de las compañías por la concesión de opciones a los ejecutivos. Si este cargo no se refleja en los balances de las compañías, como venía ocurriendo hasta aproximadamente el 2003, tanto ejecutivos como accionistas no perciben realmente el costo económico que tienen las opciones.

### Acciones Restringidas

Consisten en acciones de la propia compañía, otorgadas a los ejecutivos en forma de compensación. La restricción está en la posibilidad de perder las acciones en caso de ocurrencia de algún evento estipulado, generalmente atado a la duración de la relación laboral del ejecutivo con la compañía. Tampoco pueden disponer de estas acciones hasta tanto no se libere la restricción. El ejecutivo que recibe acciones restringidas tiene un tratamiento impositivo que lo beneficia, dado que no paga impuestos hasta tanto las acciones no se liberen. Este tipo de compensación es más frecuente en compañías que son intensivas en investigación y desarrollo, como químicas, maquinarias y fábricas, en comparación con aquellas menos intensivas en investigación y desarrollo como metales, consumo masivo y comestibles. Incluso el período de la restricción es más largo en el primer grupo mencionado.

De la misma manera que lo comentado para las opciones de acciones, en el caso de las acciones restringidas también hay que hacer la aclaración de la diferencia entre costo para la compañía y valor para el ejecutivo. Si una empresa decide otorgar a sus ejecutivos acciones restringidas por un período de 5 años (el ejecutivo no puede vender la acción durante esos 5 años y recibe los dividendos acumulados -más intereses- durante ese período), suponiendo que el precio de la acción es \$50, el costo de oportunidad de la empresa al entregar esas acciones estaría dado por el monto que podría recibir en el mercado si decidiera emitirla y venderla a inversores independientes. Todo esto sin considerar ajustes por la restricción y la pequeña dilución que se generaría por la emisión. Otra manera de hacerlo sería comprando directamente en el mercado las acciones prometidas al ejecutivo al momento en que se las debe entregar, que es cuando se vence el período de restricción, cuyo precio probablemente sea diferente al de la fecha de concesión de las acciones restringidas. La empresa podría cubrirse de la variación del precio de la acción, pagando los \$50 hoy y guardando las acciones hasta el momento en que se libren al ejecutivo.

La actitud del ejecutivo también sería equivalente a la analizada en las opciones. Lógicamente, él preferiría recibir \$50 en efectivo hoy antes que la promesa de recibir una acción en el futuro, con la incertidumbre que eso implica. En todo caso, si quisiera la acción, la podría comprar con esos mismos \$50. Peor aún sería en el caso de un ejecutivo adverso al riesgo y poco diversificado, que podría ser un ejecutivo cerca de la edad de retiro y con buena parte de su patrimonio invertido en el riesgo de la compañía (las acciones y opciones acumuladas, sumado al riesgo de ser despedido). Bajo esta situación, el valor que le daría el ejecutivo a este instrumento de compensación sería mucho menor que el costo que paga la compañía para entregarlo.

### Otros tipos de compensación

Planes de incentivo a largo plazo: estos planes tienen como objetivo premiar la performance de un ejecutivo a más largo plazo que el anual que se utiliza para los bonos, en general promediando entre 3 y 5 años. A pesar de esa diferencia, suelen tener un esquema similar al visto para los bonos anuales del tipo “80/120”. Se establece un bono objetivo y una

(o más) medida de desempeño objetivo a cumplir en una cierta cantidad de años. Dependiendo del rendimiento de la compañía en función de la medida de desempeño establecida, si supera el umbral mínimo, el ejecutivo cobraría un premio que variaría en su magnitud dependiendo del desempeño real en relación al objetivo pautado. Si el rendimiento supera por mucho al objetivo establecido, el premio a cobrar estaría de todos modos acotado por un monto máximo.

Planes de retiro: son muy utilizados en todas las compañías y ofrecen una compensación al momento del retiro del ejecutivo u otro evento estipulado. Se pueden emplear varias alternativas, desde beneficios por cada año de servicio o remuneraciones variables en función de la inflación o el desempeño de la empresa. El problema en el análisis de este tipo de compensación es que, en general, no se incluyen en las estadísticas de compensación a ejecutivos porque es muy difícil anualizar los pagos que reciben por estos conceptos y tampoco se sabe el monto del pago, porque no se expone en los balances publicados al no ser el ejecutivo ya un empleado de la empresa. Incluso, la exposición en notas a los estados contables sobre este tema es escasa como para poder calcular los montos que se pagan por estos planes. A raíz de algunos casos que se hicieron públicos por la magnitud de los pagos, se suele asumir que este componente comprende un alto porcentaje de la compensación de los ejecutivos.

Como se detalla en las próximas secciones de este trabajo, una de las principales críticas de la teoría del *Managerial Power* se centra precisamente en que existen muchas formas de compensación que son sustanciales y que no son debidamente conocidas dado que no se detallan en la información pública de una manera clara. Por este motivo, la mayoría de las estimaciones de la magnitud de la compensación ejecutiva, estaría siendo subestimada. Los planes de pensiones o los pagos al momento del retiro, sumado a los beneficios adicionales que se conceden post-retiro, como suscripciones a clubes exclusivos, coche con chofer, oficina, etc., son de los mayores componentes ocultos a la hora de evaluar la compensación de los ejecutivos (L. Bebchuk y Fried 2005).

### 3.2. *Medición del nivel y de la estructura de la compensación*

Hay que hacer algunas aclaraciones a la hora de hablar de cómo medir los niveles de compensación de los ejecutivos a lo largo del tiempo. El problema está en qué valor tomar para las compensaciones en acciones restringidas y en opciones de acciones. Una alternativa, podría ser tomar el valor del instrumento a la fecha de otorgamiento, es decir, al momento en que se le concede la acción u opción al ejecutivo, que va a estar dado por el valor de mercado de la acción o por el valor de la opción otorgada según la fórmula Black-Scholes (o algún otro método de valuación que se prefiera). Otra alternativa, podría ser tomar el valor realizado por estos instrumentos al momento en que las acciones restringidas se liberan o que las opciones se ejercen, el cual va a ser muy distinto al primero. Ambas medidas son legítimas según lo que se esté analizando. Para analizar el paquete de compensación de un CEO al inicio de un período, debería utilizarse el valor al momento del otorgamiento. En cambio, para evaluar si la

compensación ofrecida a un CEO es acorde al desempeño de la compañía, que ya es pasado, sería mejor hacerlo al valor realizado.

Otra cuestión a tener en cuenta en el análisis de los paquetes de compensación es el uso de promedios y medianas, y su diferente interpretación estadística. Si, por ejemplo, en una muestra de 15 ejecutivos, tenemos 10 que ganan \$5 millones y otros 5 que ganan \$50 millones, la compensación promedio de este grupo sería \$20 millones (calculada como la suma de todas las compensaciones dividido 15), mientras que la mediana sería \$5 (que es la compensación que divide la distribución a la mitad entre los que menos ganan y los que más ganan). Ambas medidas son válidas, pero se orientan a responder distintas preguntas. El uso del promedio es importante cuando se evalúa la compensación total agregada y uno puede multiplicar el promedio por la cantidad de ejecutivos y saber cuánto se llevan en total todos los ejecutivos. En cambio, la mediana es más útil para conocer cuánto es la remuneración típica de un ejecutivo.

Es interesante de ver gráficamente las diferencias entre valor a la fecha de otorgamiento y valor realizado, conjuntamente con la diferencia entre media y mediana, que se dan especialmente en las *stock options*. En el Gráfico 2 se mide la mediana de la compensación de los ejecutivos, entre los años 1965 y 2015, a valores constantes de 2016. A esta tendencia, se la compara con el índice de S&P 500 durante el mismo período. Los datos de compensación corresponden a: CEOs de 73 grandes compañías de manufactura estadounidenses, entre 1965 y 1983; CEOs de cerca de 500 grandes compañías estadounidenses, entre 1984 y 1991; y CEOs de compañías del S&P 500, entre 1992 y 2015.<sup>6</sup> Para toda la serie de datos, la compensación total está compuesta por salarios, bonos y otros pagos recibidos en el año, más las acciones concedidas en el período a su valor de mercado de la fecha de concesión, más las opciones concedidas en el período al valor de mercado a esa fecha, calculado con la fórmula de Black-Scholes.

En cambio, en el Gráfico 3, podemos ver para el mismo período de tiempo el promedio de la compensación realizada de los CEOs de las 350 compañías más grandes de Estados Unidos (medidas en términos de ventas). Los valores de compensación anual se encuentran expresados a dólares constantes de 2016 e incluyen los pagos recibidos por estos ejecutivos en concepto de salarios, bonos, planes de incentivo de largo plazo, el valor de mercado de acciones restringidas concedidas y la ganancia obtenida por el ejercicio de opciones. Al comparar la tendencia de compensación realizada con el índice de S&P 500, vemos que la correlación es bastante fuerte. Esto es lógico dado que el ejercicio de las opciones se da cuando los precios de

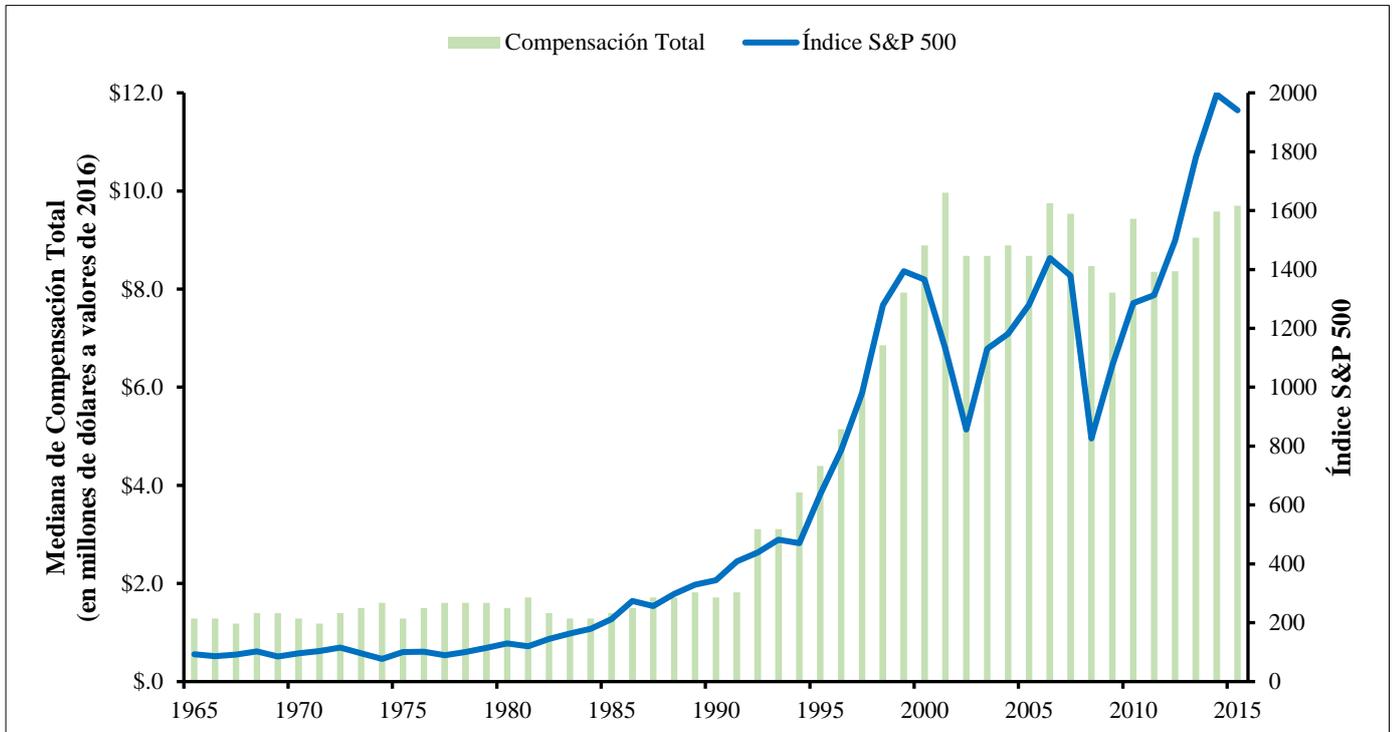
---

<sup>6</sup> Por la falta de disponibilidad de información de una misma fuente, para construir esta serie de datos fue necesario combinar información obtenida de distinta manera. No obstante, el objetivo de este gráfico es observar, desde una perspectiva general, la relación histórica entre el nivel de compensación de los ejecutivos, en términos de mediana medida al momento del otorgamiento de los componentes basados en acciones, y la performance de las compañías, medidas por el índice del S&P 500. Si bien los datos obtenidos desde las diferentes fuentes de información podrían presentar, en los años donde hay un cambio en la fuente, una variación en la tendencia observada que no sería explicada necesariamente por un cambio en la mediana de la compensación total, se puede considerar que tal variación no afecta la conclusión que se busca obtener de este gráfico.

las acciones están en alza, mientras que si están en baja las opciones no se ejercen y se pierden sin valor.

## Gráfico 2

### Mediana de Compensación Total de CEOs, valuadas a la fecha de otorgamiento vs. Índice S&P 500, 1965-2015



Fuente: la serie histórica del Índice S&P 500 fueron obtenidos de *Yahoo! Finance*, link: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC>. Valores de compensación ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index* del *U.S. Bureau of Labor Statistics*.

La serie histórica de datos de compensación total fue construida de la siguiente manera:

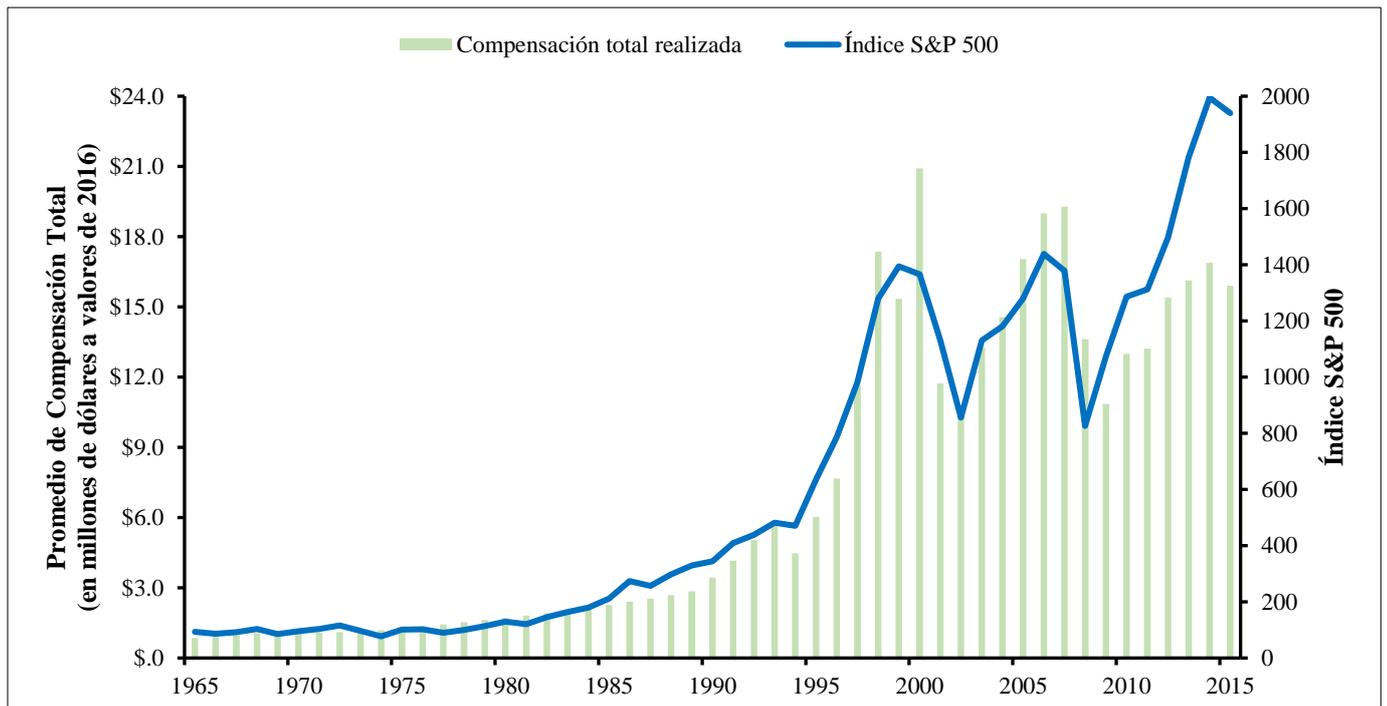
- Período 1965 a 1983 datos obtenidos de Murphy (2012). Mediana de compensación total antes de impuestos de CEOs de 73 grandes compañías de manufactura de Estados Unidos, que incluye salarios, bonos y otros pagos realizados en el año, más opciones concedidas en el año, valuadas a la fecha de otorgamiento con fórmula de Black-Scholes.
- Período 1984 a 1991: datos obtenidos de Murphy (2012). Mediana de compensación total de CEOs de aproximadamente 500 grandes firmas de Estados Unidos que incluye salarios y bonos pagados en el año, más las acciones recibidas en el año al valor de mercado, más opciones de acciones concedidas en el año, valuadas a la fecha de otorgamiento con fórmula de Black-Scholes.
- Período 1992 a 2010: datos obtenidos de Murphy (2012). La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes.
- Período 2011 a 2015: datos obtenidos de Equilar (2016). La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes.

Al comparar los gráficos descriptos, rápidamente se puede ver que la magnitud de la compensación promedio es mucho mayor que la mediana. Esta diferencia se da porque en la práctica hay unos pocos CEOs que cobran grandes sumas de dinero y elevan el promedio total, pero ese promedio por lo general no representa la compensación del típico CEO. Aparte de eso, en la comparación de estos gráficos está el efecto del ejercicio de las opciones. Como se comentaba, cuando los CEO quieren ejercer sus opciones acumuladas, es de esperar que lo

hagan en los momentos más convenientes que son cuando los precios de las acciones están en máximos, llevándose así grandes sumas y elevando aún más la brecha entre promedio y mediana. En línea con lo descripto, de los datos surge que los años donde más diferencia hubo entre media y mediana fueron en 1998, 2000, 2006 y 2007. No es casual que esos años sean adyacentes a los picos máximos del S&P 500, previos a las crisis del 2001 y del 2008.

### Gráfico 3

#### Promedio de Compensación Total de CEOs, medidas a valor realizado vs. Índice S&P 500, 1965-2015



Fuente: la serie histórica del Índice S&P 500 fueron obtenidos de *Yahoo! Finance*, link: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC>. La serie histórica de datos de compensación total fue obtenida del *Economic Policy Institute*, link: <http://www.epi.org/publication/ceo-and-worker-pay-in-2015/>. Los datos de compensación anual fueron computados tomando los pagos de salarios, bonos, planes de incentivo de largo plazo, el valor de mercado de acciones restringidas otorgadas y la ganancia por el ejercicio de opciones, para los CEOs de las 350 firmas estadounidenses más grandes en términos de ventas. Valores de compensación ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index* del *U.S. Bureau of Labor Statistics*.

Independientemente de las diferencias de magnitudes en la medición de las compensaciones, se observa que la tendencia entre compensación valuada a fecha de otorgamiento y compensación realizada sigue más o menos la misma línea hasta la crisis del 2001. Luego de la caída por la explosión de la burbuja “*punto-com*”, la ganancia realizada de los ejecutivos volvió a crecer nuevamente hasta su máximo previo a la crisis del 2008. El pico de ganancias por ejercicio de opciones que se ve en el 2006, probablemente refleja el anticipo de las compañías en acelerar el ejercicio de las opciones ante un cambio en las normas contables que obligaría a cargar a resultados las opciones circulantes no ejercitables. Esto se describe en mayor detalle en la sección 5.

Por su parte, la compensación medida a valores de fecha de concesión, con posterioridad a la caída del 2001 se mantuvo en tendencia levemente negativa, pero no tuvo la misma correlación con las variaciones de los precios de las acciones. Esto probablemente se deba a que entre 2002 y 2003, comenzó a darse un cambio en la manera en que se otorgaban las opciones. Antes, los Comités de Compensaciones se enfocaban en dar un número fijo de opciones, por lo cual es normal que se dé una fuerte correlación con los precios de mercado de las acciones, ya que el precio de la acción tiene un alto impacto en el valor de las opciones. Luego de 2002-2003, los comités se habrían empezado a enfocar más en el costo de las opciones otorgadas, independientemente de la cantidad de opciones que ello implica. Si este fuera el caso, sería normal ver un desacople entre la compensación y el S&P 500. Entre las causas que podrían haber provocado estos cambios, puede estar también el cambio en la manera de contabilizar las opciones, dado que se empezó a cargar al resultado del ejercicio el costo de las opciones otorgadas, haciendo más evidente tanto para ejecutivos como para accionistas, que las opciones de hecho tenían un costo. A esto se le debe agregar que la SEC en 2006 comenzó también a requerir información sobre el costo de las opciones, aparte de las cantidades que ya se venían informando con anterioridad (Murphy 2012).

En el Gráfico 4 se puede observar la evolución de los niveles de compensación desde 1970 hasta 2011, medidos por el promedio del valor de los instrumentos de *equity* a la fecha de otorgamiento. La línea azul “Pago no basado en acciones” incluye los pagos en efectivo provenientes del salario base, bonos y otras compensaciones en cash. La línea roja “Promedio de Compensación Total”, agrega a la suma anterior, los componentes de compensación vinculados a acciones. Estas líneas de tendencia nos muestran que los grandes saltos en el nivel de la compensación de ejecutivos se dieron primero hacia fines de los ‘80s, y luego de manera mucho más estrepitosa desde mediados de los ‘90s. Se puede ver claramente que el despegue de la compensación está causado principalmente por el pago basado en acciones, ya sean *stock options* o acciones restringidas.

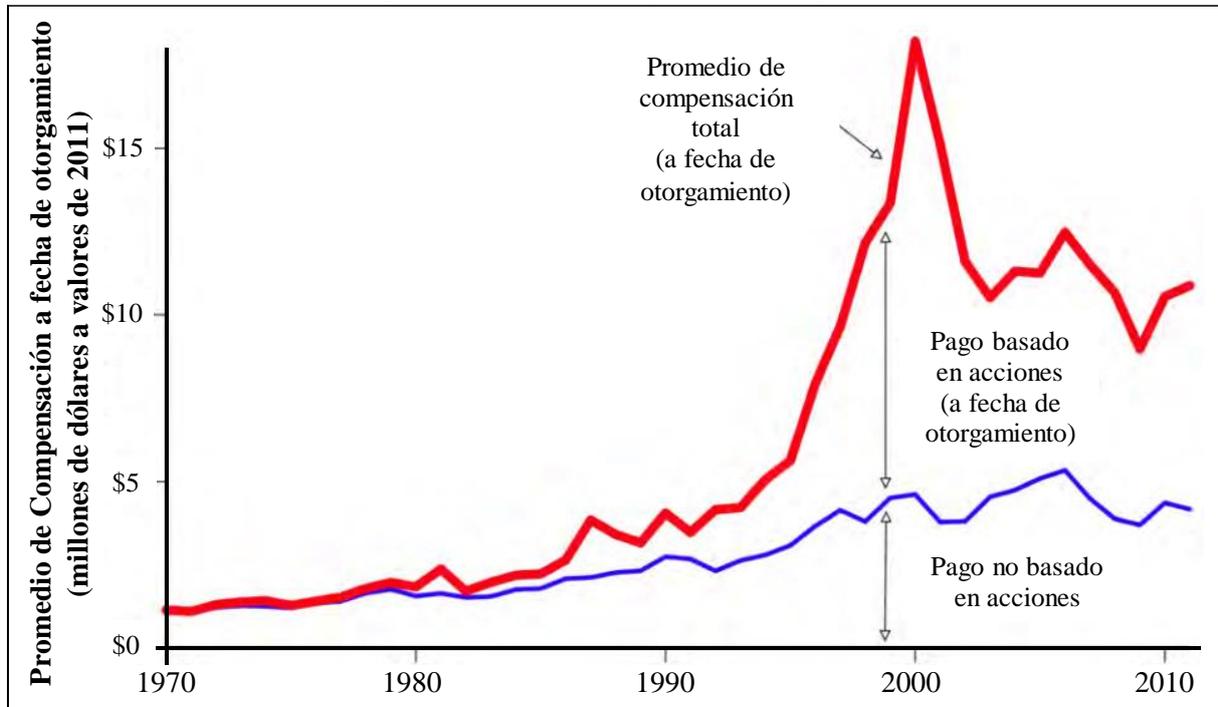
En el Gráfico 5 se puede observar cómo evolucionó la mezcla de componentes que conformaba la compensación de ejecutivos entre el año 1992 y el 2010, para las compañías del S&P 500. En este caso, la compensación total medida en cada barra está dada por la mediana del valor de la composición a la fecha de la concesión.<sup>7</sup> En esta figura, en línea con la anterior, se ve que la escalada en la compensación se explica: primero, por el aumento significativo de las opciones de acciones en la proporción de la compensación total, desde mediados de los ‘90s hasta el 2001; y luego, por un cambio en la composición de los pagos a los ejecutivos que fue mutando el uso de opciones por el uso de acciones restringidas desde 2002 en adelante. En 1992, el salario base arranca siendo el 41% de la mediana de la remuneración total de un CEO, cuando las opciones eran apenas un 25%. Hacia 2001, el salario base representa solamente el 18% de la mediana del paquete total, mientras que las opciones pasan a ser más del 50%. En 2010, las

<sup>7</sup> Tener en cuenta que al comparar Gráfico 4 con Gráfico 5, el primero es un promedio mientras que el segundo es la mediana. Aparte, el primero está a valores de 2011 y el segundo a valores de 2016.

opciones pasaron a ser el 21% de la compensación total y las acciones restringidas abarcaron cerca del 40%.

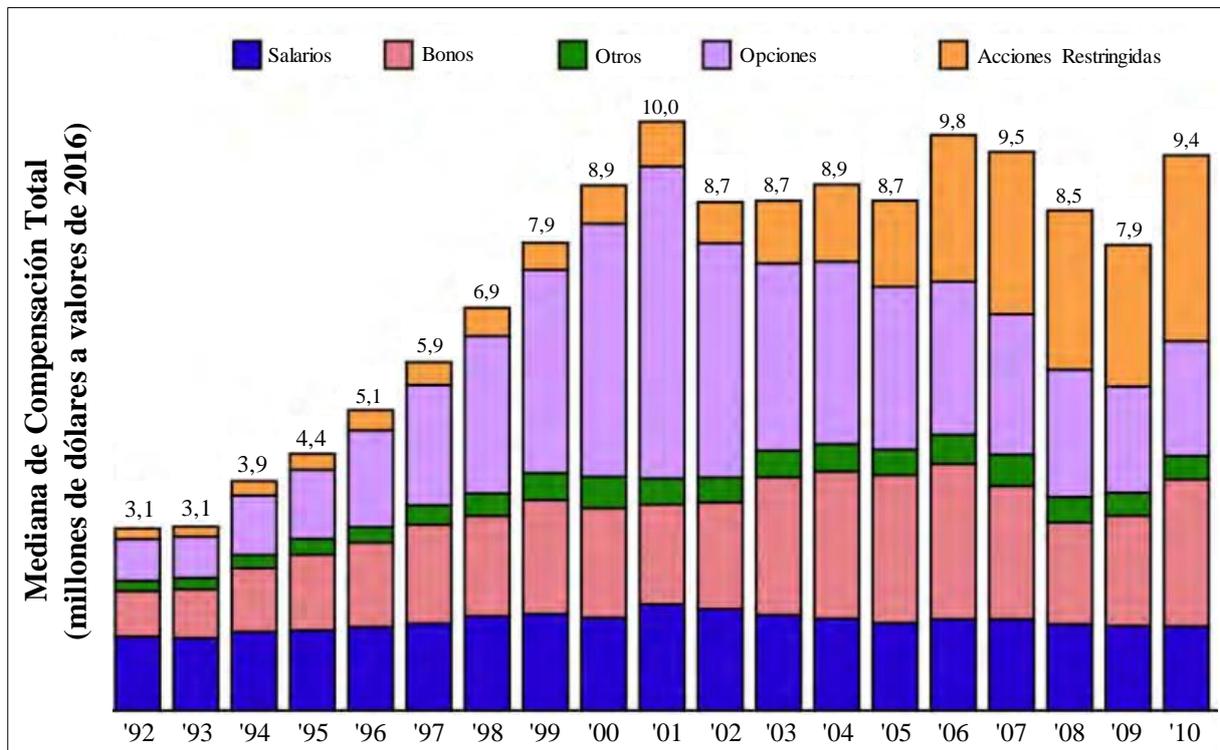
#### Gráfico 4

#### Promedio de compensación basada en acciones y no basada en acciones, para CEOs de compañías del S&P 500, entre 1970 y 2011



Fuente: Murphy (2012). Compensación total incluye los pagos en cash, acciones restringidas, pagos de planes de incentivo de largo plazo y el valor de las opciones a la fecha de otorgamiento, calculada por fórmula Black-Scholes. Valores en dólares ajustados a términos de 2011 por el *Consumer Price Index*.

Las conclusiones obtenidas a raíz del Gráfico 5 podrían estar afectadas por los cambios en la composición del índice S&P 500 durante los 19 años de la muestra. Durante estos años se produjo un cambio significativo en la economía norteamericana, donde se dio lugar a nuevos tipos de compañías en el ámbito de la informática y las telecomunicaciones. Este tipo de empresas son más propensas a remunerar a sus ejecutivos con *stock options*, por ende, el crecimiento en el uso de este componente durante este período podría ser explicado por este cambio en la composición. Sin embargo, si uno hiciera el mismo análisis con las mismas compañías que estaban en el S&P 500 en 1992 y que se mantuvieron los siguientes 19 años, podría ver que, si bien hay una atenuación en la magnitud de las opciones, la tendencia y la conclusión anterior se mantienen (Murphy 2012).

**Gráfico 5****Mediana de Compensación Total de CEOs de compañías del S&P 500, a valor de fecha de otorgamiento, entre 1992 y 2010**

Fuente: Murphy (2012). La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes, para CEOs de compañías del S&P 500. Valores ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index*.

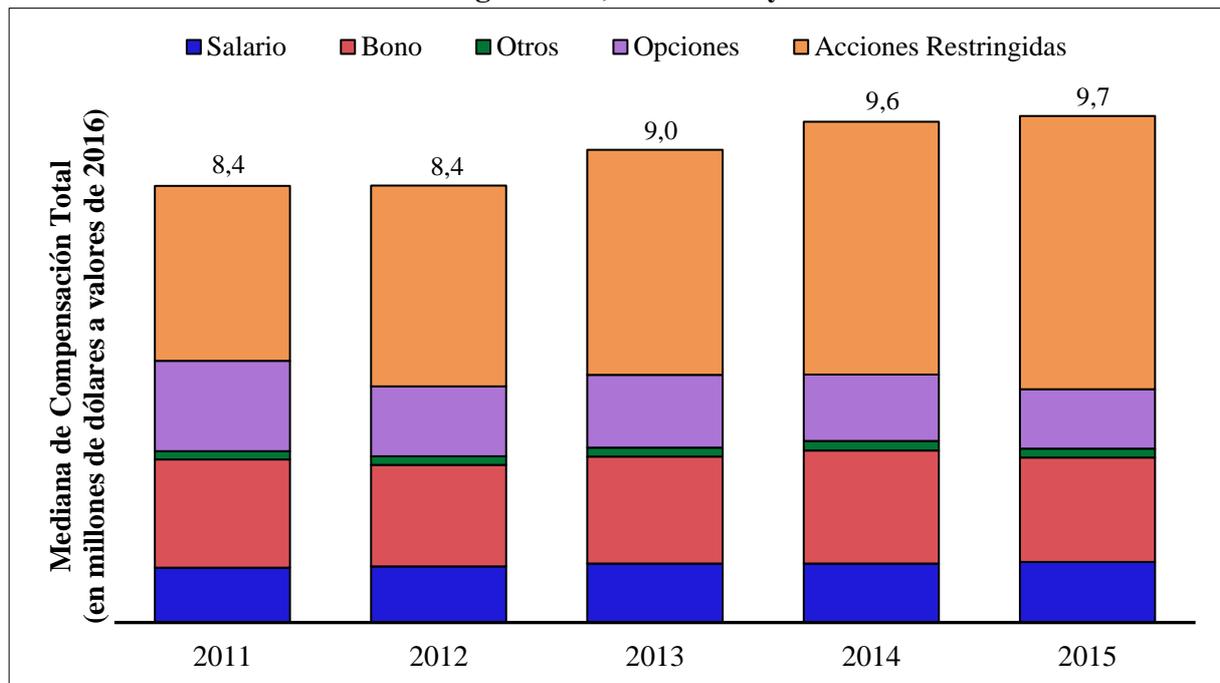
En el Gráfico 6 se continúa la serie de la mediana compensación de los CEOs de las compañías del S&P 500, valuada a la fecha de otorgamiento, entre el año 2011 y 2015. Se puede ver que las acciones restringidas continúan ganando el terreno perdido por las opciones como forma de compensación. El salario base mantiene un leve incremento en términos reales, mientras que los bonos se mantuvieron relativamente cerca del promedio de \$2 millones de dólares anuales en términos reales. Otros componentes que incluyen beneficios adicionales para los ejecutivos, se mantuvieron bastante estables en este período.

Lo interesante de este período que abarca 2011 a 2015, es el cambio que se dio en la estructura de los incentivos basados en *equity*. En el Gráfico 7 se observa el cambio en el mix de incentivos en las compañías del S&P 500 entre 2011 y 2015. Las líneas muestran el porcentaje de compañías del S&P 500 que usó cada tipo de incentivo, clasificados en: Opciones por Tiempo, que hace referencia a paquete de opciones de acciones que se liberan sólo en función del tiempo; Acciones por Tiempo, que son concesiones de acciones restringidas que se liberan sólo por el paso del tiempo; Acciones por Performance, que se refieren a acciones que se liberan una vez cumplida alguna meta de desempeño. Las acciones restringidas por desempeño, que en 2011 eran utilizadas por el 62% de las compañías del S&P 500, hacia 2015 ya se transformaron en un instrumento mucho más aceptado, que lo utilizaron el 80% de las

empresas del S&P 500. El uso de las acciones restringidas por tiempo, que apuntan más a la retención del ejecutivo que al desempeño, se mantuvo relativamente estable en esta ventana de tiempo. En cambio, tal cual veníamos observando en figuras anteriores, el uso de las opciones de acciones que se liberan solo por el paso del tiempo continuó en decaída.

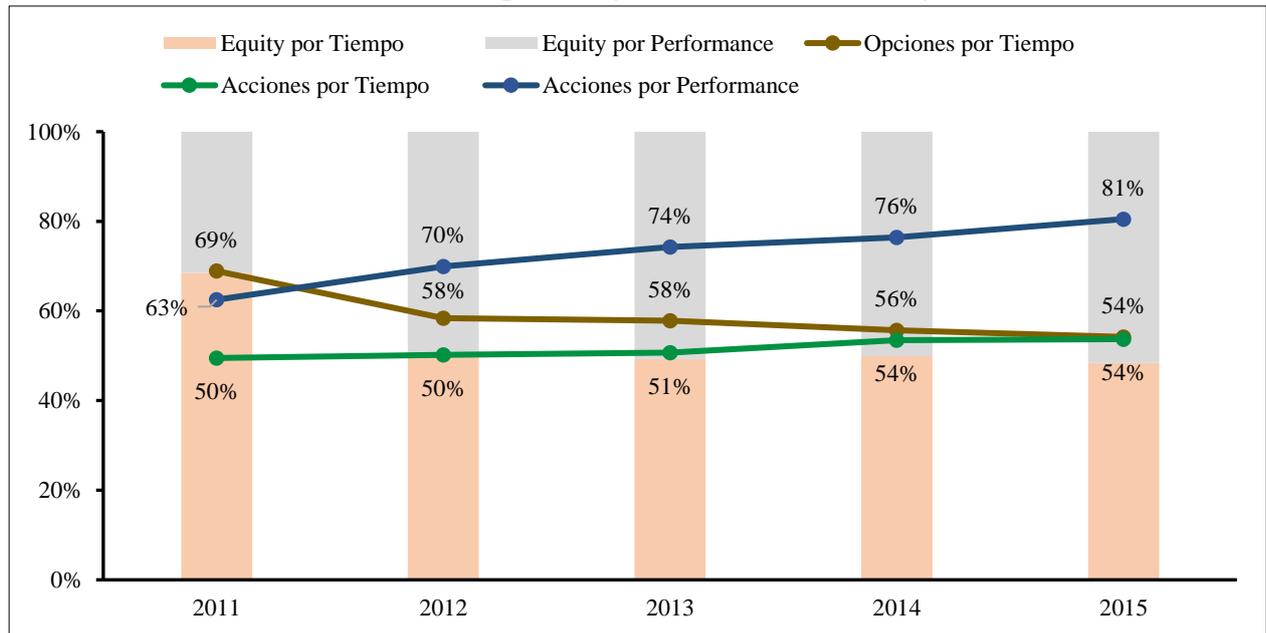
### Gráfico 6

#### Mediana de Compensación Total de CEOs de compañías del S&P 500, a valor de fecha de otorgamiento, entre 2011 y 2015



Fuente: Equilar (2016). La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes, para CEOs de compañías del S&P 500. Valores ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index*.

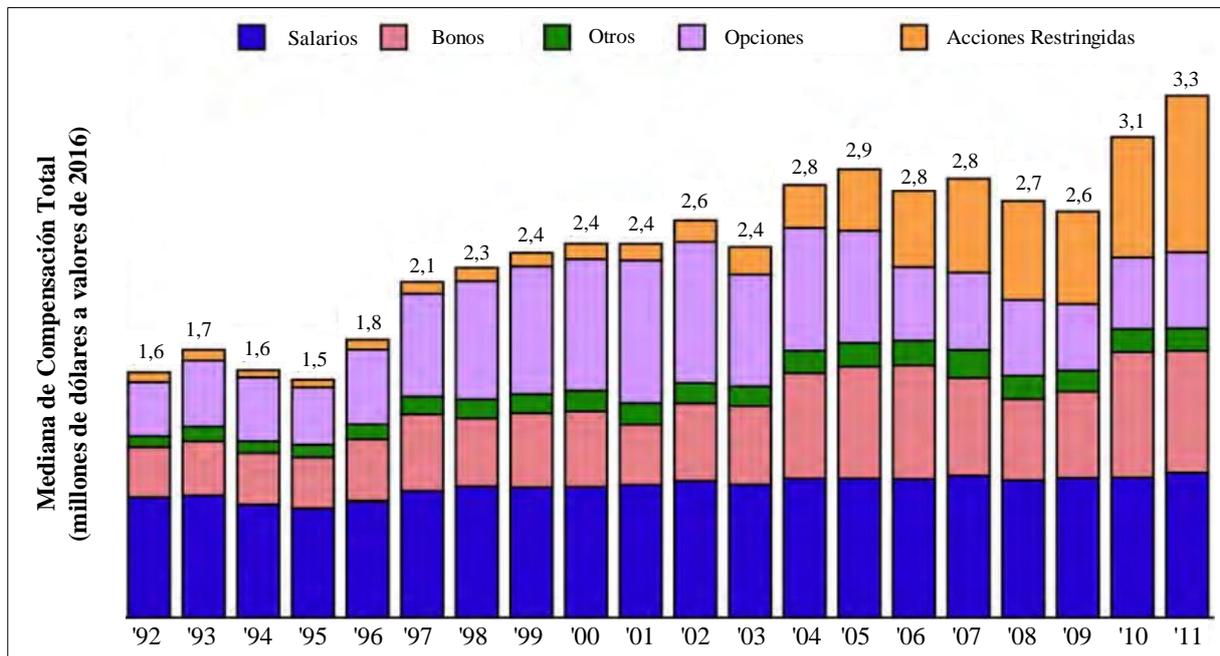
Las barras del Gráfico 7 miden el porcentaje de la mediana del valor total otorgado con instrumentos basados en acciones, separando si se tratan de los que se liberan por el paso del tiempo (opciones y acciones) o por cumplir una determinada meta de performance. Podemos ver que el salto importante en el mayor uso de componentes basados en *equity* vinculados a la performance de la compañía se dio entre 2011 y 2012, pasando de 31,5% a 50%, respectivamente. Luego la proporción se fue manteniendo bastante estable, con incrementos leves en favor de instrumentos basados en performance, que terminaron en 2015 siendo el 51,6% del total. Esto nos muestra que se fue dando un importante cambio en la composición de la compensación de los ejecutivos, la cual se enfoca cada vez más en vincular su recompensa con el desempeño de la compañía.

**Gráfico 7****Porcentaje de Compañías del S&P 500 que Utilizaron Incentivos Basados en Acciones, Clasificados entre Opciones y Acciones, entre 2011 y 2015**

**Fuente:** Equilar (2016). Información de componentes de compensación obtenida de la publicación de estados contables anuales ante la SEC, para las compañías que conforman el S&P 500. Las líneas representan el porcentaje de compañías que usó cada tipo de instrumento, clasificados en: Opciones por Tiempo (opciones de acciones que se liberan por el paso del tiempo), Acciones por Tiempo (acciones restringidas que se liberan por el paso del tiempo) y Acciones por Performance (acciones restringidas que se liberan por cumplir un objetivo de desempeño). Las barras representan el porcentaje de la mediana del valor total de compensación otorgada por instrumentos basados en acciones, segregando los que se liberan por el paso del tiempo de los que se liberan por objetivos de desempeño.

En los análisis vistos en los últimos gráficos, siempre se hizo referencia a las compañías incluidas en el S&P 500, que son por lo general las más grandes cotizantes de Estados Unidos. En el Gráfico 8, se puede ver la evolución del nivel y estructura de la compensación para compañías más chicas, incluidas en el S&P MidCap 400 y S&P SmallCap 600, para el período 1992-2011.<sup>8</sup> Como era de esperar, los CEOs de estas compañías tienen niveles de compensación mucho menores que los de las grandes compañías, dado que las compañías más grandes tienen mayor capacidad de pagar mejor a los CEOs más calificados. Por otro lado, se puede ver que la tendencia en la proporción de *stock options* y acciones restringidas en la compensación total se mantuvo para todas las compañías, independientemente de su tamaño. Si hay una diferencia en el aumento relativo que tuvieron las compensaciones de los CEOs de compañías más chicas, quienes duplicaron el valor de la compensación total en términos reales, mientras que los CEOs de las grandes lo triplicaron.

<sup>8</sup> No he conseguido disponer información actualizada hasta 2015, pero en virtud de lo observado hasta 2011 y su comparación con la evolución de compañías del S&P 500, se puede asumir que la tendencia se mantuvo en los 4 años siguientes.

**Gráfico 8****Mediana de Compensación Total de CEOs de Pequeñas y Medianas Empresas del S&P, a valor de fecha de otorgamiento, entre 1992 y 2011**

Fuente: Murphy (2012). Las compañías incluidas en la muestra son las del S&P MidCap 400, SmallCap 600 y otras compañías no incluidas en S&P 500 pero que tienen información pública en la base de datos *ExecuComp*. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes. Valores ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index*.

### 3.3. Proceso de definición de la compensación de los ejecutivos

Aunque en general se piensa que los mismos ejecutivos se fijan su remuneración, la realidad es que la misma es definida por un conjunto de personas ajenas al Directorio que tienen muy en claro el conflicto de interés entre los accionistas y los ejecutivos. En las grandes compañías, se forma un Comité de Compensación que debe contar con al menos dos Directores externos, que no pueden ser ni haber sido empleados y no pueden tener una fuerte relación de negocios con la compañía (este comité en principio era un requisito del *Internal Revenue Service* (IRS) para permitir la deducibilidad de la compensación a ejecutivos).

El comité se encarga de aprobar (o enviar a revisión) las políticas de compensación, pero no es quien propone los planes de compensación ni se encarga de realizar los estudios de mercados. Esta tarea la lleva a cabo el departamento de recursos humanos que, dependiendo del tamaño de la compañía, puede llegar a tener incluso una oficina de compensación ejecutiva. A su vez, recursos humanos se apoya en el soporte de consultores externos, especialistas en compensación ejecutiva, para hacer su propuesta. Las recomendaciones de recursos humanos se envían a los gerentes principales en primera instancia, para su revisión y aprobación, y luego se destinan al comité. El CEO participa de algunas de las discusiones en todo el proceso, pero

se abstiene de opinar en temas específicos a su compensación. Finalmente, si el comité aprueba la propuesta de compensación, se somete a consideración del Directorio.

Respecto a los consultores externos, la gran mayoría de las compañías descansa en sus servicios. Estos consisten en recomendaciones sobre el nivel apropiado de compensación, el diseño y la implementación de planes de incentivos de corto y largo plazo, cuidando de los mejores esquemas fiscales aplicables. A su vez, estas consultoras contienen la información de mercado necesaria para utilizar como *benchmarking*, que es muy importante para definir la compensación. A mediados de la década del 2000, muchas críticas sobre estos servicios argumentaban que los altos pagos que recibían los ejecutivos eran en buena medida culpa de estas consultoras. Sin embargo, la mayoría de los trabajos de investigación destinados a corroborar este argumento no han encontrado evidencia suficiente como para sostener que las firmas que usaban consultoras tenían niveles de compensación superiores a aquellas que no lo hacían (Murphy 2012).

Hay que tener presente que el hecho de que el Comité de Compensación no sea quien diseñe la estructura y el nivel de compensaciones no implica que haya corrupción en el sistema o una falla de gobierno corporativo. El comité se reúne entre 6 y 8 veces por año y carece del tiempo y la experiencia necesarias para estructurar un plan de compensaciones al nivel de detalle que se requiere. El rol del comité no está destinado específicamente a la estructura y el nivel de compensación en sí, sino a preservar los intereses de los accionistas cuando existan claras violaciones de exceso en la remuneración a los ejecutivos. De algún modo, este rol es de un monitoreo del proceso y la estrategia de compensación de la empresa.

De cualquier manera, si es cierto que los ejecutivos tienen cierta influencia sobre la estructura y nivel de compensación. Hay diversos trabajos de investigación que concluyen que la influencia del CEO sobre el comité de compensación es algo ambigua. Uno de estos trabajos logró demostrar que en aquellas empresas en que los CEOs son a su vez miembros del Comité de Compensación en otras firmas, hay una correlación positiva entre la compensación de los CEO y la compensación de los ejecutivos de aquellas empresas donde actúan como miembros del comité. Hay otro trabajo que concluye que los directores externos no actúan con el ojo puesto en la performance de los CEOs, sino más bien como socios que buscan mayor éxito en la compañía. Un estudio demuestra que la compensación de ejecutivos es más alta, y la relación entre compensación y desempeño es menor, cuando al menos un miembro del comité es una persona de la compañía. Por último, una investigación basada en una muestra de 50 compañías, concluye que cuando el CEO es miembro del comité de su propia compañía (por la compensación del resto de los ejecutivos), su compensación tiende a ser menor pero también tiende a recibir más acciones de la empresa y, por ende, a comportarse más como dueño que como agente interesado en su propio beneficio (Murphy 1999).

Los defensores de la teoría del *Managerial Power* ponen el centro de la crítica en la deficiencia del sistema de gobierno corporativo. Sostienen que este sistema le da al Directorio bastante poder, que se sustenta en la supervisión del Directorio sobre el accionar de los

ejecutivos. Si los directores llevaran a cabo las tareas necesarias para proteger y beneficiar a los inversores, este sistema podría ser aceptable. En cambio, la realidad muestra que, en la compensación ejecutiva, existen serias dudas de la validez de ese argumento. No es una cuestión de moral y ética de los ejecutivos y directores, sino de un sistema de gobierno corporativo que genera incentivos que se desvían de los que pretenden los inversores y la sociedad (L. Bebchuk y Fried 2005).

No existe una connivencia generalizada entre los miembros del Comité de Compensación y los ejecutivos para otorgar cada vez mayores remuneraciones a estos últimos. Si bien habrá excepciones, en general, tanto el comité como el Directorio, actúan de buena fe, con diligencia e integridad a la hora de aprobar los planes, independientemente de su relación social o de negocios con el CEO (Holmström 2004). Así y todo, se observa que a la hora de tomar una decisión que incline la balanza hacia una mayor o una menor compensación, la tendencia es a favor de los CEOs. Por ejemplo, cuando tienen que decidir basándose en un rango de datos de compensación del mercado, tienden a hacerlo mirando el tramo más alto de la distribución; o cuando tienen que decidir sobre el pool de bonos, la tendencia es que sea más alto que bajo. Estas decisiones tienen poco impacto en los resultados desde el punto de vista de los inversores en su conjunto, pero contribuyen al efecto espiral que se va acumulando con el correr del tiempo (Murphy 1999).

#### *3.4. Compensación en relación al desempeño*

Una de las maneras de evaluar los incentivos que tienen los ejecutivos es estudiar la relación entre la compensación que reciben y la performance que tienen en su labor. Los conceptos a tener en claro para medir esta relación serían primero, cómo se mide el desempeño y segundo, como se correlaciona la compensación con el desempeño medido. Una de las relaciones más usadas en la literatura para medir los incentivos es la “Sensibilidad entre Compensación y Performance”, donde a mayor sensibilidad, mejores incentivos tienen los ejecutivos para generar valor para el accionista. Como se verá en la próxima sección, esta relación es clave desde el punto de vista de la teoría de agencia, para atacar el problema de la alineación de incentivos entre ejecutivos y accionistas.

La riqueza (compensación) de un ejecutivo tiene un vínculo directo e indirecto con la riqueza del accionista o inversor. Está directamente relacionada al objetivo del principal, o sea, riqueza del accionista, a través de la tenencia de acciones, acciones restringidas y opciones de compra de acciones. Esto es así porque una suba en el precio de la acción de la compañía tiene efecto inmediato en el patrimonio del ejecutivo, directamente proporcional a la magnitud de su tenencia de títulos de capital de la compañía. A su vez, la riqueza del ejecutivo está indirectamente relacionada al precio de la acción a través del desempeño de la compañía medido en términos contables y operativos, por el aumento del nivel de salarios, cumplimiento de objetivos para el cobro de bonos y la asignación de opciones y/o acciones restringidas.

No hay una sola metodología para medir la relación implícita entre la compensación del ejecutivo y los movimientos del precio de la acción, como medida de desempeño de la compañía. La siguiente fórmula podría representar la compensación total de un CEO específico,  $i$ , en un año dado,  $t$ :

$$(\text{Compensación de CEO})_{it} = \gamma_i + \alpha_{it} + \beta_i(\text{Performance})$$

donde  $\gamma_i$  es el efecto de un CEO en una firma específica que no varía en el tiempo, aunque varía entre CEOs o empresas,  $\alpha_{it}$  es una tendencia en el tiempo de un CEO en una firma específica, “Performance” es un vector de medidas de desempeño y  $\beta_i$  es el vector de coeficientes de esas medidas de desempeño.

Teóricamente podría estimarse el pago para cada ejecutivo basado en esa fórmula, pero es prácticamente imposible por la cantidad de datos en serie necesarios para el cálculo. Por este motivo, es necesario asumir que las tendencias en el tiempo y la relación entre compensación y performance son constantes para todos los ejecutivos ( $\alpha_i = \alpha$  y  $\beta_i = \beta$ ). Por ende, para conocer la compensación de un ejecutivo específico en base a su propia performance, se podría estimar por los cambios en su compensación [ $\Delta(\text{Compensación de CEO})_{it}$ ] en base a los cambios en su desempeño [ $\Delta(\text{Performance})_{it}$ ]:

$$\Delta(\text{Compensación de CEO})_{it} = \alpha + \beta\Delta(\text{Performance})_{it}$$

Ahora la dificultad práctica radica en qué componentes de la compensación y qué medidas de performance se deben incluir en el modelo. Más aún, hay que elegir entre medir la compensación y el desempeño en términos monetarios o en términos de tasa de variación. Murphy (1999) hace una diferencia entre esas dos metodologías e interpreta los coeficientes de la regresión como “sensibilidad entre compensación y performance”, en el caso de las medidas en términos monetarios, y “elasticidad entre compensación y performance”, cuando las medidas son en términos de tasa de variación. Entonces, una medida de sensibilidad para el cambio en la compensación en cash de un CEO, medido en términos monetarios, sería:

$$\Delta(\text{Compensación en Cash})_{it} = a + b\Delta(\text{Valor de los Accionistas})_{it}$$

donde  $\Delta(\text{Valor de los Accionistas})_{it}$  es el cambio en el valor de mercado de la compañía para los accionistas en términos monetarios, medido como la tasa de retorno de los accionistas,  $r_t$ , multiplicada por el valor de mercado de la compañía al inicio del período,  $V_{t-1}$ . En cambio, la elasticidad de la tasa de retorno de la compensación en cash de un CEO, respecto de la tasa de retorno de los accionistas, surge de:

$$\Delta\ln(\text{Compensación en Cash})_{it} = \alpha + \beta\Delta\ln(\text{Valor de los Accionistas})_{it}$$

donde  $\Delta\ln(\text{Valor de los Accionistas})_{it}$  es la tasa de retorno continua de la acción,  $r_t$ , lo que permite dejar de lado emisiones y recompra de acciones en el análisis. El coeficiente estimado  $\beta$  es la elasticidad de la compensación en cash respecto al valor del accionista.

Ninguno de los dos métodos está por encima del otro en términos de efectividad. La principal ventaja de la elasticidad es que calza mejor la relación entre compensación y retorno

de la acción, en el sentido de que la tasa de retorno de la acción explica de manera más integral la variación de  $\Delta \ln(\text{Compensación de CEO})$ , en comparación con los cambios en el valor de la compañía para los accionistas explicando  $\Delta(\text{Compensación de CEO})$ . Incluso, la elasticidad es relativamente invariable al tamaño de la firma, mientras que la sensibilidad entre cambio en el valor de la compensación y cambio en el valor de los accionistas sí varía según el tamaño de la compañía (por un menor  $b$ ), donde lógicamente, el cambio en términos monetarios de una organización muy grande es mucho mayor al de una compañía pequeña, aunque tal diferencia de magnitud no se observaría en el cambio de la compensación cash de sus CEOs (Murphy 1999).

Por otro lado, la ventaja principal del enfoque de sensibilidad está en que es más fácil de interpretar. Tal es así, que la sensibilidad entre compensación y performance representa la porción del ejecutivo del mayor valor creado para los accionistas. De acuerdo a la teoría de agencia, los costos de agencia, entendidos como la destrucción de valor por parte del agente, se dan cuando el agente recibe menos del 100% del valor creado. Por ende, este enfoque parece ser el ideal en función de esta teoría, mientras que el de elasticidad no tiene sustento en la teoría de agencia. Aparte, el análisis de sensibilidad puede incluir la porción de tenencia accionaria del ejecutivo y así brindar una relación más comprensiva de cómo varía la riqueza del CEO en relación a la performance de la compañía. En cambio, desde la elasticidad no se puede hacer tal análisis porque se necesitaría abarcar toda la riqueza del CEO, incluso la que no está atada al valor de la acción de la compañía.

En este sentido, la medida más natural de los incentivos del CEO y de la gravedad del problema de agencia, es el porcentaje de tenencia de acciones del CEO (que es en realidad, la sensibilidad entre compensación y performance de la acción) y no el valor en dólares de dicha tenencia. Como ejemplo, supongamos un CEO que evalúa incurrir en gastos corporativos (como nuevas oficinas, nuevas instalaciones, jet privado, etc.) que él personalmente valora en \$1 millón de dólares pero que para la compañía (los accionistas) cuesta \$100 millones de dólares. La decisión del CEO va a depender solamente del porcentaje de su tenencia y no del valor de la misma. Es decir, si tiene menos del 1% de las acciones va a preferir incurrir en los gastos y si tiene más del 1% va a rechazar el proyecto, independientemente del valor de su tenencia accionaria. En cambio, supongamos un CEO adverso al riesgo que está evaluando un proyecto riesgoso con un valor presente neto positivo, aunque bajo. Este CEO va a estar menos dispuesto a adoptar el proyecto cuanto mayor sea el valor de su tenencia accionaria, dado que la magnitud del potencial valor positivo del proyecto riesgoso le representaría un cambio proporcionalmente muy bajo en su riqueza.

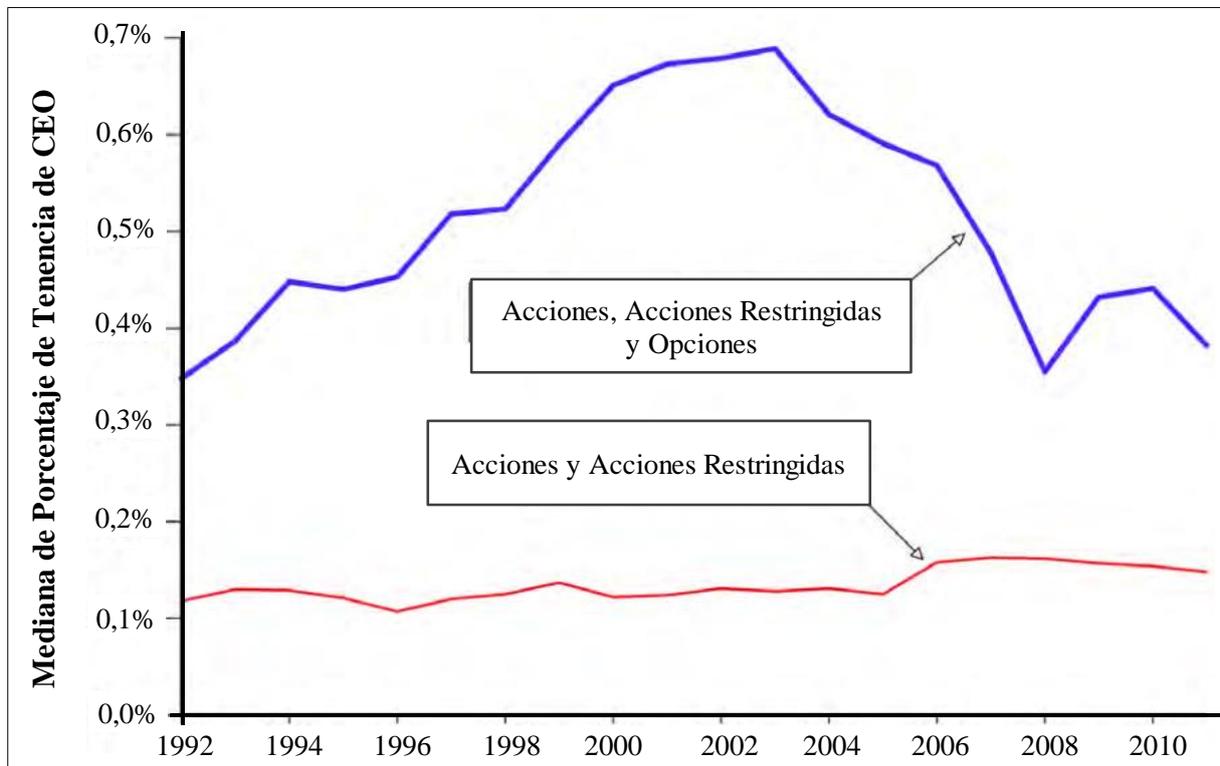
Calcular el porcentaje de tenencia accionaria de un CEO tomando solamente acciones y acciones restringidas es bastante fácil, porque es sumar la cantidad de acciones y acciones restringidas en poder del CEO y dividir las por el total de acciones en circulación. La sensibilidad de la relación compensación–precio de la acción estaría dada entonces por el incremento en el valor de mercado de la firma que le llega al CEO. En este sentido, si el CEO tiene el 5% de las acciones de la compañía, su riqueza se incrementará en \$0.05 por cada \$1 de

incremento en el valor para los accionistas, siendo la sensibilidad entre compensación y precio de la acción  $b^{\text{acción}} = 0,05$ .

El problema surge cuando se quiere agregar en la cuenta la tenencia de opciones de acciones, dado que, al ser justamente una opción que está sujeta a ciertas condiciones para su ejercicio, no puede ser considerada lisa y llanamente una acción, ni siquiera a los fines de simplificar el cálculo. Una opción tendrá muy poco valor, y por ende brindará muy poco incentivo al ejecutivo, cuando está muy “*out-of-the-money*” y, por el contrario, tendrá un valor cercano a una acción, generando un incentivo equivalente, cuando está muy “*in-the-money*”. En consecuencia, las opciones no pueden pesar lo mismo que una acción a la hora de calcular la tenencia accionaria de un ejecutivo. En este caso, hay que calcular el cambio en el valor de la opción utilizando la fórmula Black-Scholes. Siguiendo el ejemplo anterior, si el CEO posee opciones que representan el 5% de las acciones emitidas por la compañía, por cada cambio de \$1 en el precio de la acción, la riqueza del CEO se modificará en  $b^{\text{opción}} = 0,05 \frac{\partial V}{\partial P}$ , donde  $\frac{\partial V}{\partial P} < 1$  y representa el cambio en el valor de la opción medido por Black-Scholes, ante el cambio de \$1 en el precio de la acción. Esto es el “Delta” de la opción, que se define precisamente como el cambio en el valor en una opción ante el cambio en el precio de la acción subyacente (la derivada del valor de la opción respecto al precio de la acción). El Delta tendrá un rango  $[0 < \frac{\partial V}{\partial P} < 1]$ , dependiendo si la opción está muy “*out-of-the-money*” (Delta cerca de 0) o muy “*in-the-money*” (Delta cerca de 1). Murphy (2012) llama a esta medida, sumada al porcentaje de tenencia de acciones y acciones restringidas, como el “porcentaje de tenencia efectivo” del ejecutivo, para distinguirlo del porcentaje de propiedad propiamente dicho, basado solo en tenencia de acciones.

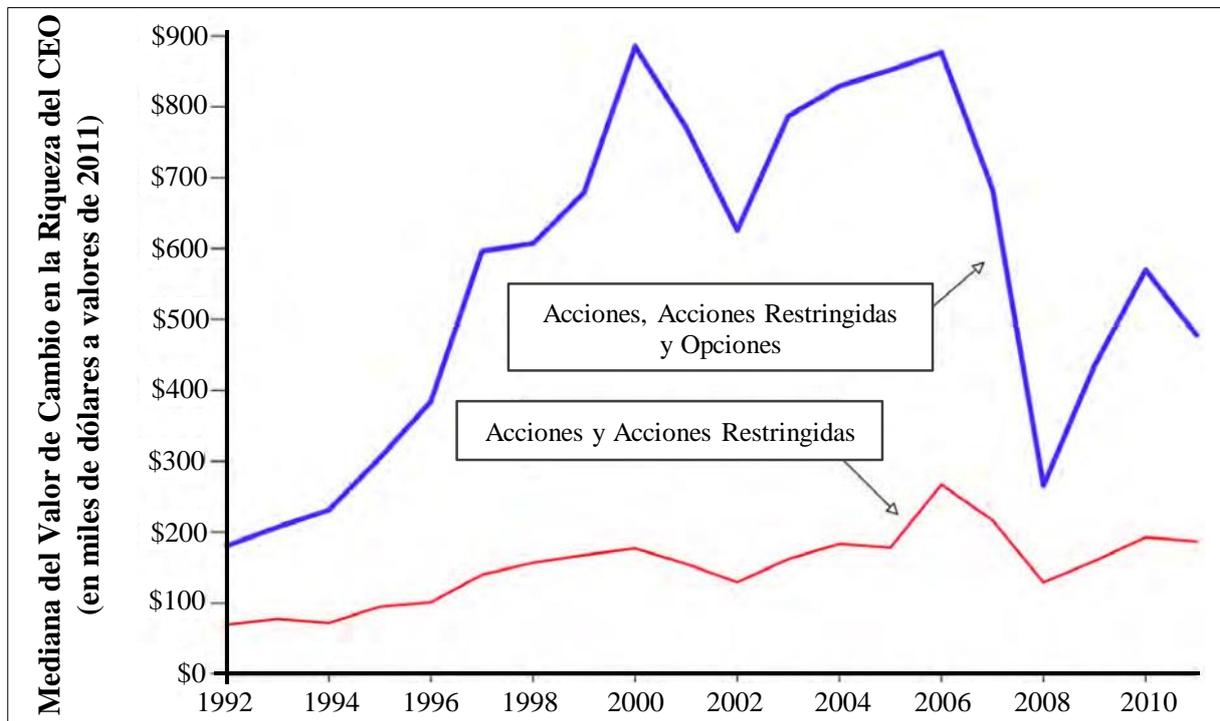
En el Gráfico 9 se pueden ver dos líneas de tendencia, la roja que representa la mediana del porcentaje de tenencia accionaria, considerando solo acciones y acciones restringidas, y la azul que agrega además a las opciones y que representa el porcentaje de tenencia efectivo, para los CEOs las compañías del S&P 500 entre los años 1992 y 2011. El cálculo de la tenencia en ambas líneas fue realizado en función de lo descrito en el párrafo anterior. El gráfico muestra que la mediana del porcentaje de tenencia de acciones y acciones restringidas se mantuvo relativamente estable para todo el período de 20 años, aumentando levemente de 0,12% a 0,15%.<sup>9</sup> Para el mismo período, la mediana del porcentaje de tenencia efectivo (incluyendo opciones ponderadas por el Delta) se duplicó desde 0,35% en 1992 hasta 0,69% en 2003, para luego volver a caer a un 0,38% hacia 2011. La fuerte caída que se observa entre 2006 y 2008 se explica por la caída en el valor de las opciones en 2008, dado que buena parte de la tenencia de opciones en poder de los CEOs estaban “*out-of-the-money*”.

<sup>9</sup> Por lo visto en el Gráfico 7, es probable que este porcentaje haya aumentado un poco más en los últimos años. Lamentablemente, se ha conseguido información más actualizada para corroborarlo.

**Gráfico 9****Mediana de Porcentaje de Tenencia Efectivo de CEOs del S&P 500, entre 1992 y 2011**

Fuente: Murphy (2012). El porcentaje de tenencia de acciones y acciones restringidas está medido como la tenencia de los CEOs dividido el total de acciones en circulación. El porcentaje de tenencia efectivo agrega la ponderación de las opciones medidas por el Delta de la fórmula Black-Scholes en relación al total de acciones en circulación.

Una manera aún más interesante de analizar la sensibilidad de los incentivos de los ejecutivos, es ver cómo reacciona su riqueza ante el cambio de un 1% en el valor de mercado de la compañía. Si bien los porcentajes de tenencia efectivos observados anteriormente pueden parecer diminutos, hay que tener en mente que los valores promedios de capitalización bursátil de las firmas del S&P 500 iban desde \$10 billones en 1992 hasta \$35 billones en su pico del año 2000, lo que equivale a un fuerte impacto en la riqueza para el ejecutivo promedio. En el Gráfico 10 se observan las líneas de tendencia usando este método. La lectura de esta figura nos dice que, en 1992, la suba de 1% en el precio de la acción se traducía en una suba de \$181.000 dólares en la riqueza del CEO, mientras que en el año 2000 y 2005 ese valor llegaba a ser \$900.000 dólares, para luego en caer en 2008 a cerca de \$265.000 dólares.

**Gráfico 10****Mediana del Cambio en el Valor de la Riqueza ante el Aumento del 1% en el Precio de las Acciones, para los CEOs de Compañías del S&P 500, entre 1992 y 2011**

Fuente: Murphy (2012). El cambio en el valor de la riqueza del CEO ante un aumento de 1% en el precio de la acción está calculado como el porcentaje de tenencia efectivo multiplicado por el 1% del valor de capitalización de la compañía (ajustado a valores en dólares de 2011).

El porcentaje de tenencia efectivo de alrededor de 0,38% en el año 2011 que surge del Gráfico 9, muestra una importante distancia entre los intereses de los ejecutivos y los accionistas. Una manera de interpretar ese porcentaje es, por ejemplo, observar que por cada \$1 millón de dólares de gastos corporativos destinados a ser beneficios adicionales para el CEO (como una nueva oficina, nuevas instalaciones, jet privado, etc.) al CEO le cuesta solo \$3.800 dólares, lo que equivale a una ínfima parte de una semana de trabajo si nos basamos en la mediana de ingreso por CEO. De manera similar, resistirse a un intento de *takeover* hostil, que implique un premio a los accionistas de \$500 millones de dólares, le costaría al CEO cerca de \$2 millones de dólares que, si bien es sustancial, parecería poco en comparación a su ingreso anual y a la pérdida de poder y prestigio que le da dirigir una gran compañía.

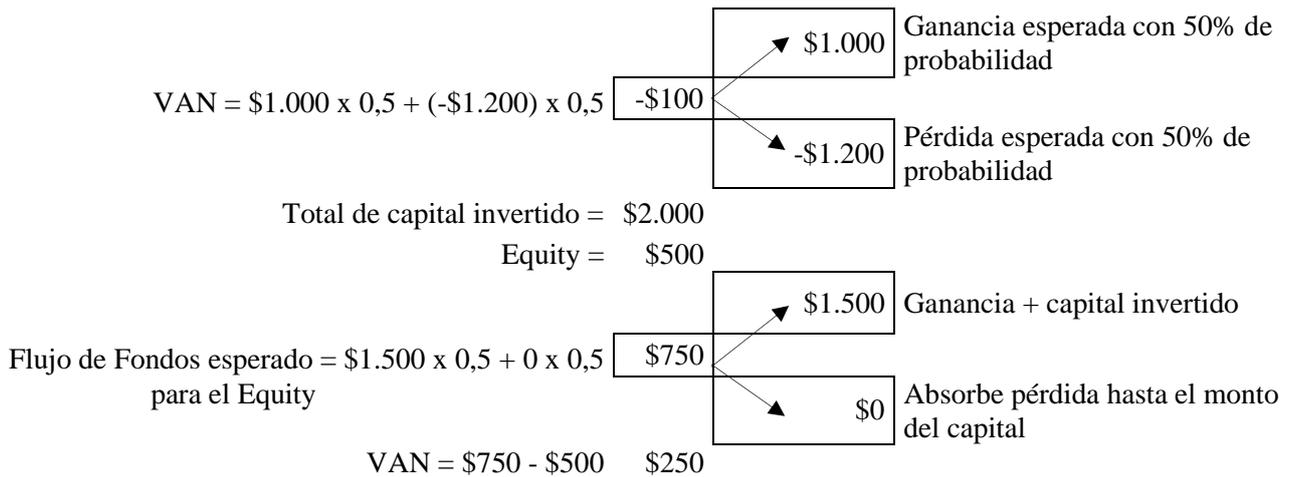
### 3.5. Compensación en relación al riesgo asumido

Es importante observar el juego que hay entre la compensación de un ejecutivo y el nivel de riesgo de la compañía. Una de las principales críticas que surgió a raíz de la crisis financiera global del 2008 estaba enfocada en este sentido, los ejecutivos tenían grandes incentivos a tomar riesgo con potenciales efectos negativos para las compañías, sin que les implique a ellos costo alguno. Estas críticas llevaron a los entes reguladores a implementar cambios para facilitar la

exposición pública de las políticas de compensación que puedan proveer incentivos a los ejecutivos a tomar mucho riesgo y que termine generando grandes pérdidas en las compañías.

En términos generales, se genera un problema de incentivos mal relacionados con el riesgo cuando una persona tiene un premio por los riesgos que mejoran el desempeño, pero no se la castiga de manera idéntica cuando los mismos riesgos causan una baja en el desempeño. Entonces, si un ejecutivo tiene una compensación interesante que está vinculada a la toma de mayor riesgo, pero que en caso de fallar no se hace cargo de los problemas que genera, es un ejecutivo que está siendo premiado por la toma de riesgo excesivo y no por su talento. Y este es el problema que recae sobre los ejecutivos que son compensados con opciones de acciones, dado que son la fuente de incentivos al riesgo por excelencia. Como se ha descrito más arriba, la relación implícita entre compensación y desempeño dada por una opción es convexa, porque el ejecutivo recibe exponencialmente mayores ganancias cuanto más excede el precio de la acción al precio de ejercicio, pero tiene las pérdidas acotadas en 0 en caso de que el precio de la acción caiga por debajo del precio de ejercicio.

Este comportamiento de las opciones está incluido en la fórmula Black-Scholes que usamos para valuarlas. Sabemos que el comportamiento del capital propio (*equity*) en una firma apalancada equivale al de un *call*, por ende, provee incentivos similares al visto para las opciones. Si, por ejemplo, una firma tuviera la opción de invertir en un proyecto riesgoso que tiene un 50% de probabilidad de generar ganancias a valor presente de \$1.000 y el otro 50% de probabilidad de generar pérdidas a valor presente de \$1.200, el valor presente esperado del proyecto sería (-\$100). Si el capital necesario para financiar el proyecto, digamos \$2.000, fuera aportado todo por capital propio, el CEO no tomaría el proyecto ya que estaría destruyendo valor de los accionistas al invertir en un proyecto con VAN (valor actual neto) esperado negativo al que, tanto ganancias como pérdidas, absorbe al 100% con capital de los accionistas. En cambio, si el capital invertido fuera \$500 *Equity* y \$1.500 Deuda, el CEO ve ahora un proyecto con VAN positivo para los accionistas. Esto es así porque toda la ganancia del proyecto, el 100%, es en beneficio del *Equity*, mientras que la pérdida está limitada hasta el aporte de capital de los accionistas (\$500 en el ejemplo). Por lo tanto, para el lado de los accionistas, un proyecto que naturalmente tiene un valor presente negativo, podría tener un valor presente positivo (en este caso de \$250). Estos son los cálculos del ejemplo:



Vale la pena aclarar que no es la deuda en sí misma la que genera el incentivo a la toma de riesgo, sino el hecho de que la pérdida de los accionistas está limitada hasta el capital aportado. Tal es así que un aumento en la volatilidad de los retornos del precio de la acción subyacente genera un aumento en el valor de la opción, por la asimetría que tienen las opciones respecto al riesgo. Si en el ejemplo visto, el capital invertido hubiera sido de \$500 y se hubiera financiado todo con capital propio, la conclusión hubiera sido la misma, ya que la pérdida estaría limitada solo a esos \$500 y la ganancia sería todo para los accionistas. Por lo visto, la gravedad del incentivo a la toma de riesgo está dada por el riesgo máximo a la baja en comparación con el valor del capital propio aportado y no por la relación  $Equity / (Equity + Deuda)$  que mide el nivel de apalancamiento. El nivel de la deuda solo es importante para saber hasta que monto estaría financiando proyectos riesgosos con valor esperado negativo.

Una de las maneras más comunes y aceptadas de medir el riesgo de una acción es mediante la volatilidad de su precio. También hemos visto que el aumento de la volatilidad en el precio de una acción incrementa el valor del *call* sobre esas acciones, por la asimetría del riesgo que ofrece una opción. Para analizar la relación entre compensación y riesgo, utilizando la volatilidad como medida de riesgo, es necesario considerar el concepto del *Vega* de una opción. El Vega se define como el cambio en el valor de una opción ante el incremento en un punto porcentual de la volatilidad del precio de la acción subyacente (por ejemplo, si la volatilidad fuera de 35% y pasara a ser 36%). El Vega de las opciones es mayor cuanto más cerca del precio de ejercicio se encuentra el precio de la acción subyacente.

Tomando el análisis de Murphy (2012) sobre la tendencia del Vega de las opciones en el tiempo, se lo puede ver de la siguiente manera:

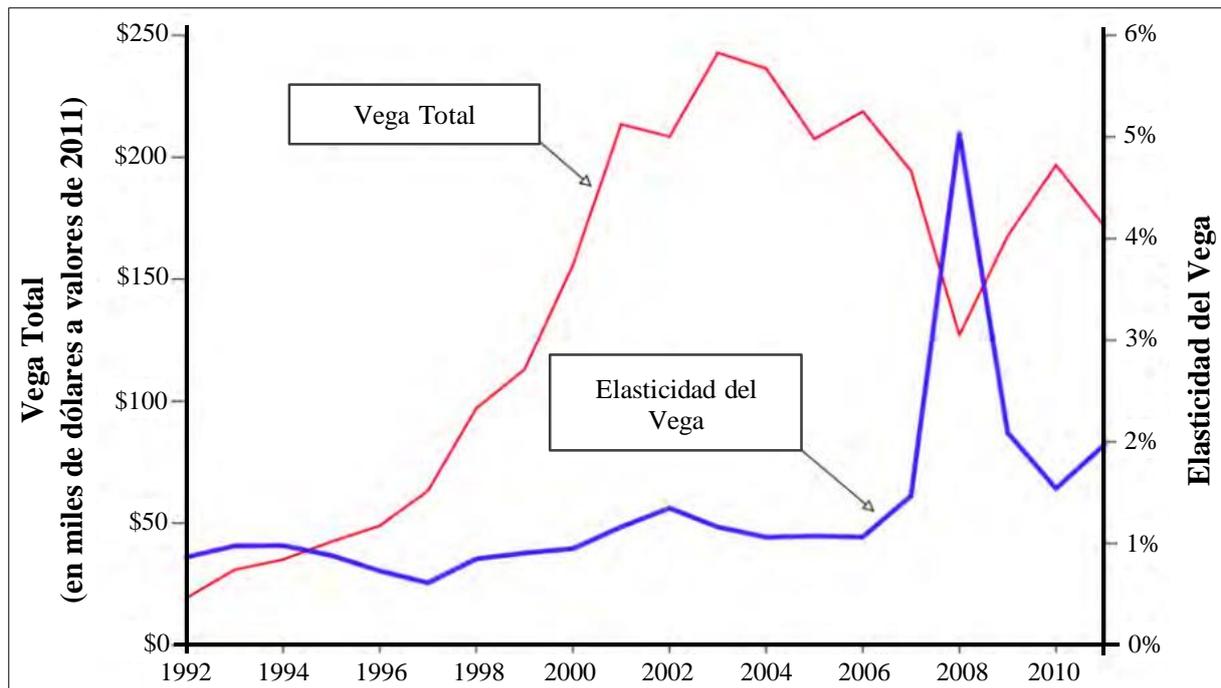
- Vega Total: mide el cambio en el valor de las opciones en circulación ante el aumento de 1% en la volatilidad del precio de las acciones.
- Elasticidad del Vega: es el cambio porcentual en el valor de las opciones en circulación ante el incremento de 1% en la volatilidad del precio de las acciones.

En el Gráfico 11 se pueden ver las líneas de tendencia de las medidas de sensibilidad al riesgo mencionadas, para las compañías del S&P 500 entre los años 1992 y 2011. El eje de la

izquierda mide la mediana del Vega Total, que tuvo su pico en 2003 donde alcanzó los \$243.000 dólares por cada suba en 1% en la volatilidad. Luego cayó a \$127.000 por cada 1% de incremento en la volatilidad hacia el año 2008. En el eje derecho, se encuentra la Elasticidad del Vega que estuvo relativamente constante hasta el año 2007 alrededor de 1%, lo que indica que en ese período el valor de las opciones se incrementaba más o menos un 1% ante un incremento en 1% en la volatilidad de la acción. Luego tuvo un pico de 5% en 2008 y volvió a caer a cerca del 2% en 2011.

### Gráfico 11

#### Efecto de los Incentivos Basados en Opciones ante un Incremento en la Volatilidad, para Compañías del S&P 500, entre 1992 y 2012



Fuente: Murphy (2012). Vega Total mide el cambio en el valor de las opciones en circulación ante el aumento en 1% en la volatilidad de la acción. Elasticidad del Vega mide el cambio porcentual en el valor de las opciones en circulación ante el incremento en 1% en la volatilidad de la acción.

Esto nos permitió ver de manera muy elocuente los efectos que tienen las volatilidades sobre el mercado y el valor de las opciones. La crisis del 2008 está muy marcada en estas medidas, así también como su repunte hacia 2011. En una crisis sistémica como la del 2008, donde los precios de toda la economía estaban en caída, las opciones se pusieron muy *out-of-the-money*. Esto implica que el valor del Vega de la opción también cae abruptamente, ya que, como se mencionó anteriormente, el Vega es mayor cuanto más cerca está del precio de ejercicio de la opción. Como resultado, cuando los precios de las acciones caen, los valores de las opciones caen aún más aceleradamente que el Vega. Esto produce que el valor de las opciones *out-of-the-money* aumenten más en términos de porcentaje que en términos de valor monetario, ante un incremento en la volatilidad, lo que hace subir abruptamente la Elasticidad del Vega.

No ha habido mucho tratamiento teórico sobre los incentivos a tomar riesgo de los ejecutivos hasta la crisis financiera del 2008, donde el desastre se adjudicaba en buena medida a las políticas de compensación. A raíz de esta polémica, el foco se ha puesto en el riesgo excesivo que tomaban los ejecutivos. El desafío históricamente fue como incentivar a los ejecutivos a tomar riesgo, pero no tanto. En ejecutivo es adverso al riesgo y poco diversificado en relación a los precios de la acción de la compañía para la cual trabaja, mientras que los inversores si tienen un mayor grado de diversificación, dado que pueden alocar su riqueza en montos más pequeños y en muchas alternativas de inversión que están disponibles en el mercado. Esto hace que los ejecutivos se luzcan como más conservadores y con poco incentivo a tomar el riesgo que les gustaría a los accionistas. Las opciones de acciones eran vistas como una buena manera de reducir el efecto de aversión al riesgo de los ejecutivos e incentivarlos a tomar más riesgo, dada la convexidad del instrumento en la relación compensación-performance (Murphy 2012).

### 3.6. Nivel de rotación de los ejecutivos

El análisis del nivel de rotación de los ejecutivos y, sobre todo, su relación con el desempeño de la compañía, es muy importante para evaluar si la amenaza de perder el trabajo tiene el suficiente poder para disciplinar a los ejecutivos e incentivarlos a tener una buena performance. Esto también tiene mucha relación con la teoría del *Managerial Power*, que predice que los ejecutivos tienen tanto poder sobre los Directorios que es muy difícil que sean despedidos por una mala performance y esto solo se daría en un caso extremo que cause indignación tanto de accionistas como de la sociedad.

Está comprobado empíricamente que existe una relación inversa entre performance relativa de la compañía en comparación con el mercado y la probabilidad de rotación de los ejecutivos, y que tal relación es aún más fuerte en compañías con directores independientes (externos a la firma). Esto se puede interpretar como evidencia de que el directorio despide al management por mal desempeño. Sin embargo, el análisis de las causas explícitas muestra que los managers rara vez son despedidos de sus posiciones abiertamente y que la resignación forzada parecería ser más común. Si bien la probabilidad de salida de un CEO es más alta cuanto peor el desempeño de la acción en relación a la industria, hay que tener en cuenta que ese incremento de probabilidad es igualmente muy bajo. También se revela que las compañías que tienen una performance pobre en relación a su industria, tienden más a contratar a CEOs de afuera de la firma. Aunque esto era más normal de ver en las empresas con peor performance, con el tiempo se fue expandiendo la práctica a compañías con buena performance que reemplazan a sus CEOs, sea por retiro o por desvinculación (Murphy 1999).

Si se analiza el nivel de rotación desde los ejecutivos de menor nivel que CEO, existe un estudio empírico que demuestra que los CEOs gestionan activamente a los ejecutivos que le reportan directamente, sobre todo cuando la compañía no está teniendo buen desempeño.

Cuando las compañías están presentando deficiencia en sus rendimientos, los CEOs son más propensos a remover o reestructurar parte de su equipo, lo que incluso puede llevar a la venta de activos operativos no rentables, que es esperable de un CEO responsable que busca mejorar la situación de su compañía. Lo interesante de este estudio es que sugiere que este tipo de actitudes le dan pautas al Directorio sobre la calidad del CEO, lo que hace que sean menos propensos a removerlo y que el CEO goce de mayor estabilidad en su cargo (Xu 2016).

Hay un trabajo de investigación que analiza la rotación de los ejecutivos a nivel internacional. Este estudio concluye que hay una gran diferencia entre los países que tienen una cultura de jerarquía muy marcada, como China o India, respecto de aquellos países donde las jerarquías son menos relevantes y hay más disrupción en la escala jerárquica. En países con fuerte cultura jerárquica, donde las personas aceptan más naturalmente las diferencias de roles y poder, los CEOs son menos propensos a ser despedidos por mala performance. Incluso, como son la principal figura de la compañía, es muy improbable que se cuestione su desempeño. En el extremo caso de ser removido de su cargo, es muy probable que permanezcan en la firma en otro cargo (por ejemplo, director), con tal de no exponer su figura al mal desempeño. Esto no solo le provee a los CEOs de estos países de mayor seguridad en sus cargos, sino que también afecta la influencia que tienen estos CEOs sobre ejecutivos de menor jerarquía y sobre las políticas corporativas. Este comportamiento hace que se demoren más aún los cambios necesarios para mejorar el rendimiento de una compañía cuando viene en caída, porque los cambios en las políticas corporativas solo se darían ante un cambio de CEO (Urban 2016).

Otro documento analiza el efecto que produce la dispersión anormal de la compensación en las compañías y cómo esa dispersión anormal en las remuneraciones impacta sobre el desempeño de la compañía y la rotación de ejecutivos. Demuestra que cuando la dispersión es anormalmente alta, es más probable que los ejecutivos de menor nivel se sientan más insatisfechos respecto a sus remuneraciones, por lo cual son más propensos a buscar otros lugares de trabajo con pagos más equitativos, lo que termina produciendo un aumento en la rotación de este nivel de ejecutivos. Caso contrario, cuando la dispersión es anormalmente baja, son los altos ejecutivos quienes sienten que no son recompensados lo suficiente en relación a sus pares de menor jerarquía, por lo que es probable que se incremente la rotación de altos ejecutivos. A raíz de estos problemas, el trabajo concluye que una dispersión fuera de lo normal en la compensación de la compañía tiene impactos negativos en su desempeño, y que, como uno puede presuponer, la rotación de los ejecutivos está directamente relacionada a la satisfacción respecto a su nivel de pago. Estas conclusiones pueden ser muy útiles para predecir el comportamiento de los gerentes en compañías con dispersión anormal y cómo, haciendo un plan de compensaciones que tenga un nivel de dispersión normal, se puede minimizar los costos de la rotación de personal clave (Byun 2014).

Las conclusiones del trabajo descripto anteriormente pueden ser obvias, o al menos, esperables, pero el impacto que pueden tener sobre las compañías no es menor cuando lo pensamos a nivel de CEO. Hay muchos casos en que el Directorio no puede darse el lujo de perder a un CEO que viene teniendo una performance relativamente buena, por una

disconformidad en su compensación. No sería fácil para este Directorio encontrar un reemplazo que se vuelva a ganar la confianza y el respeto que pudo haber tenido el saliente. Aparte, si no se le aumenta el nivel de compensación como una manera de cuidar el dinero de los accionistas, hay casos donde los accionistas podrían perder millones por una salida repentina del CEO. Supongamos, por ejemplo, una compañía que tiene un valor de mercado de billones de dólares, cuyo CEO de buen desempeño se va por no estar contento con su compensación, con que el precio de la acción caiga un punto porcentual por ese motivo, el impacto monetario para los accionistas sería millonario (Holmström 2004).

Como conclusión de los trabajos de investigación descriptos en párrafos anteriores, se puede decir que las causas de la rotación de CEOs y otros ejecutivos pueden ser varias. Por un lado, está demostrado que hay una relación positiva entre la salida de los CEOs con el mal desempeño de la compañía, aunque la probabilidad de salida por esta causa sigue siendo muy baja, dejando el lugar como a la principal causa de rotación al retiro de los CEOs. También se mencionó el impacto negativo que tiene una dispersión anormal en la compensación de los ejecutivos y en los malos incentivos que eso genera. Por otra parte, el incremento en el porcentaje de CEOs que son reemplazados por personas ajenas a la compañía antes que por promociones internas también puede tener importantes implicancias en los incentivos del management y en la performance de la compañía, dado que podría desmotivar a los ejecutivos de menores rangos a cumplir con un buen papel en sus puestos con la esperanza de ser promovidos al cargo máximo.

### 3.7. *Evaluación de desempeño relativo*

La evaluación de desempeño relativa (“RPE” por *Relative Performance Evaluation*) está fundamentada en la teoría de agencia. La RPE tiene una relación directa con el “principio de *informatividad*” (concepto que se desarrolla en la Sección 4) sobre las acciones de los ejecutivos. La idea del uso de la RPE es evaluar si el desempeño del precio de la acción de la compañía es realmente mérito del CEO, o es una tendencia del mercado o la industria en que opera la compañía. Por ende, si uno logra evaluar la performance de la compañía en comparación con el mercado en general, o una industria en particular, o un grupo de compañías similares o comparables, puede dejar afuera el efecto del contexto de la empresa y evaluar específicamente el desempeño del CEO.

En un estudio que abarca 27 años, desde 1970 hasta 1996, se analiza el uso de RPE en base a tres regresiones, una con desempeño de la compañía y desempeño de la industria, otra con desempeño de la compañía y desempeño del mercado, y una tercera que incluye performance de la compañía, performance de la industria y performance del mercado. El resultado de las regresiones muestra que la compensación del CEO está positiva y significativamente correlacionada al retorno de la compañía, pero negativamente correlacionada con el retorno del mercado y el retorno de la industria. El coeficiente del retorno

de mercado es negativo y significativo en todas las regresiones, lo que sugiere que el efecto del mercado es parcialmente excluido de la compensación ejecutiva. Sin considerar los retornos del mercado y solo tomando los retornos de la industria, la compensación del CEO está negativa y significativamente correlacionada solo en la década de los ‘80s, pero es estadísticamente poco significativa en los otros períodos observados. Esto nos dice que el desempeño es más probable de ser evaluado en relación a los movimientos del mercado agregado, antes que a los movimientos de la industria específica. Otra conclusión que se obtiene es que el uso de RPE se ha ido incrementando a lo largo del tiempo, dado que el  $R^2$  de las regresiones tiende a aumentar y muestra que los cambios en la compensación del CEO cada vez se explican mejor por las variables mencionadas (Murphy 1999).

En un trabajo de investigación de Pernice *et al.* (2004), se ha hecho un estudio sobre cómo elaborar un índice que permita evaluar el desempeño específico de una compañía en Latinoamérica, depurado de los efectos exógenos a los que está sometida. Las firmas de estos países están expuestas en gran medida a factores ajenos al control del management, mucho más que sus pares norteamericanos.<sup>10</sup> Esto quiere decir que es muy difícil dar incentivos basados en acciones a los ejecutivos de Latinoamérica, dada la alta exposición a factores externos, por lo que es necesario ajustar los efectos de esos factores. En caso contrario, se corre el riesgo de que produzcan efectos contradictorios, donde los ejecutivos se pueden adjudicar las buenas y culpar al contexto por las malas.

La metodología que proponen en este trabajo consiste en “filtrar el ruido” de las acciones de las compañías, que está dado por los efectos externos. La manera de hacerlo es construyendo un índice de retornos que capture esos factores externos para poder despejar el retorno específico de la firma, que sería atribuible a la gestión de los ejecutivos. La cuestión está en identificar cuáles son esos factores que afectan el retorno de la acción de la compañía y qué índices se pueden tomar como aproximación de los efectos de esos factores. La fórmula que surgiría de la regresión que incluye esas variables para una compañía,  $i$ , sería:

$$r_i = \beta_1 + \beta_2 r_a + \beta_3 r_b + \beta_4 r_c + \beta_5 r_d + \varepsilon_i$$

Para limpiar el retorno de la acción y dejarla sujeta solo a los factores específicos de la firma, habría que hacer simplemente el despeje de  $\varepsilon_i$ :

$$\varepsilon_i = r_i - (\beta_1 + \beta_2 r_a + \beta_3 r_b + \beta_4 r_c + \beta_5 r_d)$$

A modo de ejemplo, el retorno específico y atribuible al management de la acción de YPF podría ser filtrado por una regresión que incluya los efectos de la economía global, los efectos de la región, los efectos del país y los efectos de la industria de *oil & gas*. La fórmula se podría plantear así:

---

<sup>10</sup> Según Pernice *et al.* (2004), cerca del 50% de la rentabilidad de las acciones en los países latinoamericanos está expuesta a una inestabilidad no controlable por el management, mientras que ese porcentaje en Estados Unidos es entre 10 y 20%.

$$\varepsilon_{YPF} = r_{YPF} - (\beta_1 + \beta_2 r_{S\&P500} + \beta_3 r_{Latam} + \beta_4 r_{Merval} + \beta_5 r_{Oil\&Gas})$$

Donde el índice *S&P500* sería un aproximado de los efectos de la economía global, *Latam* sería un índice de mercados de Latinoamérica que represente los shocks de la región, *Merval* sería el índice que captura el riesgo del país de la compañía y *Oil&Gas* sería un índice conformado por compañías locales comparables a YPF.  $\varepsilon_{YPF}$  sería entonces el retorno específico de la firma que puede ser atribuido al mérito de su management. Hay que tener en cuenta que estos betas están correlacionados, por lo que es necesario aislar el efecto de esa correlación entre los índices propuestos. Otro problema que resaltan los autores es que los betas cambian significativamente en el tiempo, lo que indica que se deben ajustar de manera periódica.

En base a la propuesta de la metodología descripta, se podría configurar el contrato de un ejecutivo usando opciones indexadas. Esto sería ajustar el precio de ejercicio de la acción por la evolución del índice construido, lo que resultaría en compensar a los ejecutivos beneficiarios de esta opción sólo por la porción de la apreciación del precio de la acción que está más relacionada a su talento, si es que eso ocurre. Entonces, si se emite un contrato donde se otorgan opciones como forma de compensación, este contrato debería consignar que el precio de ejercicio de la opción, que al momento de la firma de contrato puede ser  $P^*_{t-1}$ , se va a ajustar en determinado momento en base a la evolución de un índice,  $j$ , del cual el nuevo precio de ejercicio va a ser el resultado de  $P^*_t = P^*_{t-1}(1 + \beta_j r_j)$ . Hay que mantener el recaudo de compatibilizar la durabilidad del contrato con la estabilidad de los parámetros betas del índice.

Adicionalmente, algunos académicos han investigado acerca de la relación que existe entre las opciones indexadas y el incentivo al riesgo de los ejecutivos. El riesgo total de la compañía se puede separar entre riesgo sistemático (vinculado al mercado) y riesgo idiosincrático (que sería el riesgo específico de la compañía). Con una compensación vinculada a performance relativa, el ejecutivo solo tiene incentivos a incrementar el riesgo idiosincrático, porque el sistemático es absorbido por el índice de ajuste. Si no estuviera indexado, la mayoría del riesgo asumido sería sistemático, porque el ejecutivo luego puede *hedgearse* de ese riesgo en el mercado. Por lo tanto, si se quiere incentivar a un ejecutivo adverso al riesgo mediante una estructura de compensación convexa, es más eficiente hacerlo con opciones indexadas. Luego de un extenso trabajo de investigación sobre compañías del S&P 1500, se corroboró que estos argumentos son válidos y que el uso de RPE aumenta y mejora la calidad de riesgo de la compañía (Park y Vrettos 2015).

Por otro lado, en el análisis empírico de cómo se usa la evaluación de performance relativa, hay evidencia que demuestra que la comparación del desempeño de la compañía con el desempeño de la industria, para compensar a un CEO, se hace ex post. Un estudio separa el uso de la evaluación relativa en dos aristas: el uso de RPE, cuando el CEO es compensado en función del desempeño de su compañía en relación a un índice de la industria; y el uso de PFL (*Pay for Luck*), cuando el CEO es compensado por el desempeño del índice de la industria, sin considerar el de su compañía. El PFL no es óptimo para la teoría de contratos eficientes, ya que el CEO es recompensado (o penalizado) por los vaivenes del mercado y no por su cualidad

específica. La conclusión del estudio es que la elección de la forma de evaluación relativa a utilizar se define *ex post*, a conveniencia del CEO. Esto indica que el CEO tiene cierta influencia sobre el comité de compensaciones, en línea con la teoría del poder gerencial, aunque tal influencia no es absoluta. Esto se sustenta en el hecho de que la compensación del CEO es alta cuando la compañía tiene un desempeño por encima del promedio de la industria, lo que indica que se estaría usando RPE. También la compensación es alta cuando el rendimiento del índice de la industria fue bueno, aunque el desempeño de la compañía haya estado por debajo del promedio, lo que indica que se estaría usando PFL. Lo curioso es que, cuando el desempeño de la compañía está por encima del promedio de la industria y el rendimiento del índice de la industria fue bueno, el pago al CEO no es proporcionalmente más alto que en los dos casos anteriores. Por eso, consideran que la compensación se define *ex post* según cómo le convenga al CEO, a manera de poder justificar fehacientemente una buena remuneración. Lo que también evidencian es que si ambos, desempeño de la compañía e índice de industria, tuvieron una mala performance, la compensación sí es baja (Jiménez-Angueira y Stuart 2015).

Los resultados del análisis descripto anteriormente nos dan a entender que hay una aplicación asimétrica del uso de la evaluación de desempeño relativa, pero que esa asimetría está dada hacia el lado de la teoría de contratos eficientes antes que al abuso de poder que sugiere la teoría del *Managerial Power*. Los CEOs tendrían cierto nivel de protección cuando el desempeño de la compañía es malo o el desempeño de su industria es malo, pero no cuando se dan los dos casos a la vez. Incluso, no reciben una compensación exponencial cuando se da el caso de buena performance, tanto individual como colectiva. Los incentivos que surgen de estos resultados son algo ambiguos, dado que, por un lado, el CEO tiene buenos incentivos a desempeñarse bien cuando a su industria le está yendo mal, pero por otro, tiene incentivos a reducir esfuerzos cuando a su industria le está yendo bien, ya que un desempeño por encima del promedio de su industria no sería premiado en la misma proporción.

Hay muy buenas razones para adoptar el uso de RPE en el contrato de compensación de los ejecutivos. No obstante, hay que tener ciertos recaudos sobre los potenciales efectos que pueden tener los índices de ajustes que se adopten. Por ejemplo, un ejecutivo de una compañía petrolera, a quien se lo recompensa aisladamente de las variaciones del precio del petróleo, podría afectarlo de manera considerable en su manera de pensar y su reacción ante shocks en el mercado del petróleo. Ya hay una cierta dosis de evaluación de performance relativa inherente a muchos ejecutivos, que está dada por su deseo de dejar un legado que perdure por mucho tiempo, y eso tiene mucho que ver en cómo se destaque respecto a otras compañías (Holmström 2004). Otro ejemplo que revela los problemas de las comparaciones, es el caso de *Jarden Corp.* que fue mencionado en el apartado 3, donde el armado de un grupo de referencia que no sea representativo de la compañía a evaluar puede traer consecuencias indeseables.

### 3.8. Comparación internacional

En plena época de ataques a la desmedida compensación de los ejecutivos, se suele hacer referencia a que en Estados Unidos la recompensa de los ejecutivos es excesivamente elevada en comparación a sus colegas de otros países, también desarrollados. Justamente esta diferencia es uno de los principales argumentos de los defensores de la hipótesis del *Managerial Power*, que los ejecutivos estadounidenses tienen tanto poder que pueden definir sus niveles de compensación, mientras que en el resto de los países ese poder está más controlado. Como muestra de esta preocupación, por ejemplo, hay organizaciones sindicales que publican periódicamente las diferencias de compensación entre los CEOs de Estados Unidos y el resto de los países, haciendo especial hincapié en el ratio que surge de dividir compensación de un CEO por la compensación de un trabajador promedio.<sup>11</sup>

En la Tabla 4 se puede ver un ranking con la compensación promedio de los CEOs de las 25 economías más grandes del mundo, entre 2015 y 2016. Este ranking está armado tomando la compensación promedio de los principales índices bursátiles de cada país, computando la información publicada por las compañías listadas. La compensación incluye salario base, bonos, planes de pensión, pagos diferidos, el valor de los beneficios adicionales recibidos y la compensación basada en opciones y acciones.<sup>12</sup> También se agrega un cálculo de cuanto sería el ratio entre compensación promedio del CEO y el ingreso promedio de cada país, haciendo una aproximación muy simple de esta última variable en base al producto bruto per cápita.<sup>13</sup>

Los resultados del ranking muestran que un CEO gana en promedio a nivel mundial \$6,5 millones de dólares. Como era de esperarse, los CEOs del S&P 500 son quienes más ganaron, en promedio \$16,9 millones de dólares, lo que equivale a 2,6 veces el promedio mundial. Los siguen los CEOs suizos, con un promedio de \$10,6 millones de dólares y luego los británicos, con compensación promedio de \$9,6. Al final de la lista están los CEOs de Tailandia, que ganan en promedio la modesta suma de \$60.000 dólares, lo que representa el 1% del promedio mundial. Anteuúltimos figuran los CEOs chinos, cuya compensación promedio ronda los \$640.000 dólares, casi el 10% del promedio total.

Si prestamos atención al ratio que resulta de dividir la compensación promedio de los CEOs de cada país por el PBI per cápita de ese país, los resultados se ordenarían de manera distinta. Sudáfrica e India liderarían el ranking (aunque seguidos por Estados Unidos y Gran Bretaña), con un ratio de 541 y 483, respectivamente. Claro que el denominador del ratio tiene mucha relevancia en estos dos casos específicos y no tanto el nivel de compensación de los CEOs. Sin embargo, este tipo de cálculo es usado muchas veces como un aproximado del nivel de inequidad en la distribución del ingreso de los países. En este ranking, aparecerían anteúltimo

---

<sup>11</sup> Uno de los sitios más populares es <https://aflcio.org/paywatch>.

<sup>12</sup> La fuente no aclara si la compensación basada en opciones y/o acciones está valuada a la fecha del otorgamiento de tales instrumentos o por el valor realizado durante el ejercicio.

<sup>13</sup> El producto bruto per cápita está ajustado por la paridad del poder adquisitivo. Está no es una medida perfecta, ya que el PBI incluye los precios de todos los bienes y servicios de la economía, pero no tiene en cuenta cómo está distribuido.

Polonia (24) y, de nuevo, Tailandia (4), que podrían ser vistos como los más equitativos de esta muestra, en cuanto a distribución del ingreso.

**Tabla 4**

**Índice Global de Compensación de CEOs y Ratio Compensación / Ingreso Promedio**

Ranking	País	Valor del Índice	Compensación del CEO (\$mill.)	Ratio: Compensación / PBI per cápita	PBI per cápita, PPP 2016/2015	Índice bursátil
-	Global	100,0	\$6,51	-	-	-
1	Estados Unidos	255,8	\$16,65	293,7	\$56.689	S&P 500
2	Suiza	162,5	\$10,58	179,3	\$59.011	Swiss Market Index
3	Bran Bretaña	147,6	\$9,61	228,8	\$42.006	FTSE 100
4	Canadá	143,2	\$9,32	203,0	\$45.921	S&P/TSX Composite
5	Holanda	133,0	\$8,66	172,4	\$50.235	AEX
6	Alemania	128,4	\$8,36	175,7	\$47.582	DAX 30
7	Sudáfrica	109,7	\$7,14	541,2	\$13.194	FTSE/JSE TOP 40
8	Noruega	106,9	\$6,96	101,0	\$68.944	OBX
9	España	94,5	\$6,15	172,5	\$35.656	IBEX 35
10	Singapur	86,0	\$5,60	64,9	\$86.232	FTSE Straits Times
11	Australia	83,7	\$5,45	113,0	\$48.225	S&P/ASX 200
12	Corea del Sur	65,3	\$4,25	114,0	\$37.280	KOSPI
13	Israel	63,1	\$4,11	119,3	\$34.444	Tel Aviv 25
14	Hong Kong	58,5	\$3,81	66,3	\$57.487	Hang Seng
15	Dinamarca	58,2	\$3,79	82,1	\$46.163	OMX Copenhagen 20
16	Suecia	56,4	\$3,67	75,0	\$48.938	OMX Stokholm 30
17	India	47,6	\$3,10	482,6	\$6.423	SENSEX
18	Francia	43,6	\$2,84	67,7	\$41.930	CAC 40
19	Finlandia	39,6	\$2,58	62,2	\$41.461	OMX Helsinki 25
20	Japón	36,9	\$2,40	62,3	\$38.518	Nikkei 225
21	Austria	33,9	\$2,21	46,6	\$47.421	Austrian Traded ATX
22	Malasia	27,0	\$1,76	65,9	\$26.723	KLCI
23	Polonia	10,0	\$0,65	24,0	\$27.107	WIG 20
24	China	9,8	\$0,64	43,0	\$14.882	CSI 300
25	Tailandia	0,9	\$0,06	3,6	\$16.483	Thai SET 50

**Fuente:** *Bloomberg*. Compensación de CEOs obtenida de la presentación de información financiera a las respectivas autoridades de cada país entre 2015 y 2016. La compensación computada incluye salarios, bonos, pensiones, pagos diferidos, valor de beneficios adicionales y valor de instrumentos basado en acciones. Los montos de pagos incluyen al menos el 50% de los miembros de cada índice. El promedio de compensación global corresponde al promedio de la compensación de los CEOs de todos los índices relevados por *Bloomberg*. PBI per cápita está ajustado por paridad de poder adquisitivo y representa el promedio de los años 2015 y 2016.

A raíz de lo observado en la tabla anterior, hay que hacer varias salvedades respecto a las dificultades que conlleva la comparación de los pagos que reciben los ejecutivos entre los distintos países. Intervienen muchos factores adicionales a la intención de la compañía de recompensar el trabajo, el esfuerzo y el talento, en conjunto con brindar los incentivos necesarios para motivar al ejecutivo a generar valor en la firma. Entre ellos: diferencias culturales, diferencias en el costo de vida, diferencias entre tamaño de las compañías, disponibilidad y calidad del capital humano, componentes de compensación, disponibilidad de información, diferencias en la regulación, diferencias en el régimen impositivo, etc.

En su trabajo de investigación, Murphy (1999) hace un análisis en base a una encuesta en 23 países del año 1997, donde se consulta sobre la remuneración típica de un CEO para una firma de \$250 millones de dólares ventas anuales. De la misma, surge que la compensación en Estados Unidos es el doble que el promedio del resto de los países, resultado bastante similar al visto en la Tabla 4. Sin embargo, Fernandes et al. (2012) hacen un trabajo de investigación mucho más profundo, en el cual se controlan los resultados de la muestra en base a un set de variables que los autores consideran que afectan la comparación: las propias variables de la firma (como tamaño e industria), la calidad de los accionistas (institucionales, familias, los mismos ejecutivos, etc.), la estructura del Directorio (tamaño, independencia, existencia de un Presidente distinto del CEO, etc.) y el nivel de compensación ajustado por riesgo (cash, incentivo en bonos, en acciones, en opciones, etc.).

La conclusión de este último trabajo es que, teniendo en cuenta todas las variables mencionadas, el premio que se le paga a un CEO en una compañía estadounidense en comparación a sus pares extranjeros, es muy bajo y estadísticamente no significativo. La conclusión de los autores es entonces que la mayor compensación recibida por los CEOs de Estados Unidos está, por ejemplo, explicada por la mayor exigencia que proviene de tener inversores institucionales y Directorios independientes, que los monitorean constantemente. También demuestran que esa prima, que existía años anteriores, se ha ido reduciendo con el tiempo, en buena medida por la convergencia de las estructuras de las organizaciones y por la globalización de los mercados de capitales.

Las diferencias observadas entre países, sin controlar el análisis por todas estas variables, se explican también por la diferencia en la estructura de la compensación, dado que los ejecutivos norteamericanos reciben mucha más retribución basada en acciones, lo que a su vez les implica más riesgo que a sus colegas de otros países. Esto contradice a la postura de la teoría del *Managerial Power*, dado que, si los ejecutivos tuvieran tanto poder como para fijar su propia compensación, sería de esperar que la misma sea en mayor medida en algún componente de cash y no se impondrían un alto porcentaje de compensación basado en performance, donde estarían sujetos a un mayor riesgo para cobrar. Como se detallará más adelante, Estados Unidos ya tiene una larga tradición en el uso de opciones como forma de compensación a sus ejecutivos. Sin embargo, en el resto de los países desarrollados, esta práctica recién viene creciendo en las últimas décadas, principalmente desde fines de los '90s.

En el reporte anual “*CEO Pay in the Eurotop 100*” para el año 2015 que publicó Towers Watson, se puede ver un análisis comparativo de los niveles y estructuras de compensación de las 96 compañías más grandes de Europa. Para toda la muestra, la mediana del salario base alcanzó los €1,35 millones de euros que, sumado al bono, la compensación total en cash llegaba a los €2,83 millones de euros. Si se suman los incentivos a largo plazo, que incluyen acciones restringidas, opciones de acciones, bonos de largo plazo, planes de retiro y otros tipos de compensación, valuados a la fecha de concesión, la mediana de la compensación total alcanzaba los €5,4 millones de euros para estos CEOs. En línea con el resultado de la Tabla 4, en 2015 los CEOs mejor pagados de Europa fueron los suizos y segundos los británicos.

Lamentablemente, no es fácil encontrar información pública actualizada respecto a la compensación ejecutiva en América Latina. En base a los resultados de algunas encuestas publicadas por algunas consultoras de recursos humanos, se puede decir que la compensación de los ejecutivos de estos países está en buena medida compuesta por salario base y bonos de incentivos de corto plazo. Estos últimos se otorgan principalmente en base a medidas de performance contables. En cambio, la proporción de la compensación que se cubre con incentivos de largo plazo, que incluyen acciones restringidas, opciones de acciones y bonos por performance mayor a un año, es aproximadamente el 20% de la compensación total, mucho más bajo que en los países desarrollados. En los países que más uso se da a este tipo de incentivos, son en Brasil y México, donde rondan el 30% de la compensación total y no por casualidad coinciden con ser los que más desarrollado tienen sus mercados de capitales.<sup>14</sup>

### 3.9. *Ratio entre compensación del CEO y el trabajador promedio*

A mediados de los ‘90s, el centro de los ataques a la alta remuneración que recibían los ejecutivos estaba fundado en la creciente disparidad entre la compensación de CEOs y el trabajador promedio, en un contexto en el que era común que las compañías reduzcan sus nóminas de personal. Se había formado una coalición de grupos religiosos, de trabajadores y de estudiantes, que hicieron concentraciones y marchas en 33 ciudades para “denunciar a las corporaciones que hacían recortes de personal y quitaban beneficios sociales a los trabajadores mientras que se aumentaba considerablemente la remuneración de los altos ejecutivos” (Murphy 1999).

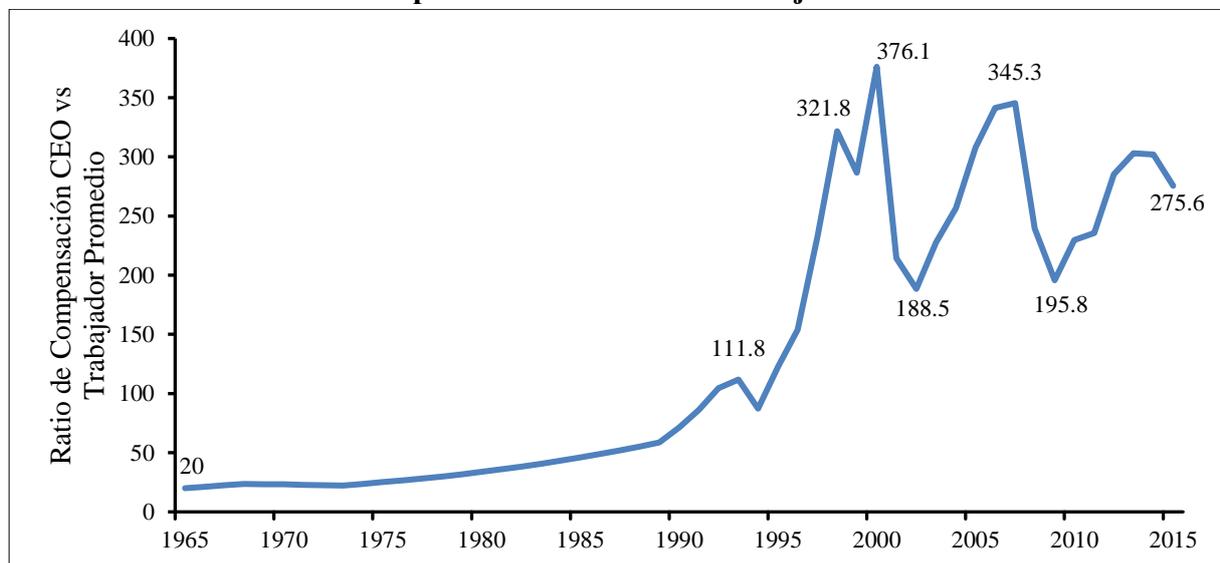
En el Gráfico 12 se muestra la línea de tendencia del ratio entre la compensación promedio de un CEO y la remuneración promedio de un trabajador sin cargo de supervisión, para las 350 firmas más grandes de Estados Unidos en términos de ventas, entre los años 1965 y 2015. La disparidad y el extraordinario incremento en las últimas décadas está a la vista. En 1965, un CEO de una gran compañía ganaba en promedio 20 veces más que el trabajador operativo promedio. Hacia 1993, esa relación se multiplicó por más de 5 y paso a ser un poco

<sup>14</sup> Datos obtenidos de Ibáñez-Frocham, Martín y Thorton, Ivana. 2015. “Remuneración de Ejecutivos: Tendencias en América Latina”. Mercer.

más de 110 veces. El pico máximo se produce en el año 2000, previo a la explosión de la burbuja de internet, donde llega a ser 376 veces. En los últimos años del período analizado, la relación se acomoda alrededor de 300 veces. En 2015 hubo una pequeña caída de los mercados en comparación a 2014, por lo que se observa una caída similar en el ratio que está explicada por los componentes de compensación vinculados a acciones. Si solo computáramos la remuneración del CEO por salario y bono, la relación observada sería mucho menor. En 1996, en el gráfico vemos un ratio de alrededor de 150, sacando los componentes basados en acciones y opciones, ese ratio sería alrededor de 75, la mitad del observado, que igualmente sigue siendo muy elevado (Murphy 1999). Como se vio anteriormente, son las opciones las que explican el fuerte incremento de la compensación de ejecutivos desde mediados de los '90s.

### Gráfico 12

**Ratio de Compensación de CEO vs Trabajador Promedio**



**Fuente:** *Economic Policy Institute*, link: <http://www.epi.org/publication/ceo-and-worker-pay-in-2015/>. Los datos de compensación anual fueron computados tomando los pagos de salarios, bonos, planes de incentivo de largo plazo, acciones restringidas otorgadas y la ganancia por el ejercicio de opciones, para los CEOs de las 350 firmas estadounidenses más grandes en términos de ventas. Los datos de remuneración de trabajador promedio fueron obtenidos del *Bureau of Economic Analysis*.

Se puede suponer que el mercado alcista de ese momento era la mejor defensa contra la presión política sobre la creciente compensación a ejecutivos. De hecho, el Congreso no puede regular la compensación de los CEOs sin el consentimiento de los accionistas, y los accionistas, en un contexto de mercado alcista, estaban razonablemente satisfechos. Así y todo, hay evidencia de que la presión política y la opinión pública tienen cierta influencia en la definición del nivel y estructura de la compensación a los ejecutivos. Como consecuencia de la brecha observada en este ratio y habiendo pasado dos crisis financieras en el medio, surgieron leyes como la *Dodd-Frank* de 2010 que, entre otras cosas, requieren a las compañías públicas que publiquen este ratio de diferencia en los niveles de remuneración.

Muchos académicos han estudiado los potenciales efectos que tiene la disparidad entre la compensación de los ejecutivos y los trabajadores de menor nivel. Por un lado, desde el punto

de vista económico, se puede interpretar que una alta disparidad entre niveles jerárquicos en una organización puede generar buenos incentivos a los trabajadores para buscar ser promovidos (*Tournament Theory*). Dado que las empresas tienen recursos escasos para repartir entre su personal, la política de compensación es un juego de suma cero, donde al subir el salario de uno hay que bajar el de otro. Esta teoría se usa para justificar la diferencia de salarios entre los distintos niveles de las organizaciones y motivar a los empleados a tener un buen desempeño para ir subiendo de nivel. De hecho, hay estudios empíricos que demuestran que la dispersión en los niveles de compensación mejora el rendimiento de la firma. Por otro lado, desde una mirada psicológica y social, la percepción de inequidad en la compensación puede llevar a una reducción de la productividad y calidad del producto, caída en la moral del equipo y aumento en la rotación del personal (Connelly et al. 2016). En el medio de estas dos teorías, tenemos el estudio comentado en el apartado 3.6, que dice que una dispersión anormal en el esquema de compensaciones de una compañía tiene efectos negativos en la rotación del personal ejecutivo (Byun 2014).

Parece ser entonces que todavía no hay un claro entendimiento de las consecuencias que tiene esta disparidad entre ejecutivos de alto nivel y trabajadores de menor nivel. Hay trabajos de investigación que, según el enfoque dado, justifican tanto buenas como malas razones en cuanto a esta dispersión. Lo que sí es seguro es que el aumento de esta diferencia en compensaciones trae aparejado la indignación de algunos sectores de la sociedad. Hay organizaciones sindicales publican permanentemente la diferencia entre los ejecutivos y los trabajadores que no tienen rol de supervisión.<sup>15</sup> La ley *Dodd-Frank* impuso a la SEC requerir a las compañías cotizantes la publicación de la relación entre compensación de ejecutivos y del trabajador promedio de la compañía.

Respecto a esta última medida, se ha generado bastante revuelo entre los involucrados. La SEC emitió la reglamentación que empezará a ser obligatoria para los ejercicios fiscales que se inicien desde el 1 de enero de 2017 en adelante.<sup>16</sup> No obstante, esto está generando mucha preocupación en algunas compañías. Por un lado, tienen que adaptar sus sistemas para poder llegar a recolectar toda la información necesaria, dado que tienen que informar la mediana de la compensación de los trabajadores, lo que les genera muy altos costos para poder obtener ese dato, sobre todo a las grandes compañías transnacionales. Por otro lado, no es el nivel de pago a los CEOs lo que preocupa informar a las compañías, que ya era público, sino el valor de la mediana de los trabajadores de la compañía y los efectos que pueda tener esa información sobre la mitad de la nómina que se encuentra por debajo de esa mediana y que quizás hoy no lo saben. Aparte, también hay dudas sobre qué metodología utilizar para calcular la mediana y qué

---

<sup>15</sup> Por ejemplo, la *American Federation of Labor* y el *Congress of Industrial Organizations* (AFL-CIO) publican en el sitio <http://archives.aflcio.org/Corporate-Watch/Paywatch-2016> un reporte con los 100 CEOs mejor pagados en el año y argumentan que estos ejecutivos estarían “expatriando trabajo e impuestos” hacia países con menor costo laboral.

<sup>16</sup> “SEC.gov | SEC Adopts Rule for Pay Ratio Disclosure”.

Link: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-160.html>

componentes incluir, lo que está desconcertando hasta a las consultoras especializadas.<sup>17</sup> Incluso la SEC tuvo que emitir un comunicado para recibir comentarios sobre las dificultades de implementar esta regla, dando lugar a la posibilidad de emitir nuevas guías que faciliten la adopción.<sup>18</sup>

La exposición de información pública sobre la remuneración de los ejecutivos es un arma de doble filo, por un lado, les brinda a los accionistas legítimamente mayor información para la toma de decisiones de inversión, pero al mismo tiempo despierta curiosidad para el público en general que muchas veces no tiene un conocimiento acabado del tema. El activismo populista sobre las compensaciones de CEOs no habría tenido el empuje que tuvo sin la publicación de esta información. Hacer público los datos de cómo, qué y cuánto se les paga a los ejecutivos lleva a que la negociación deje de ser una cuestión privada entre empleador y empleado, y pase a ser afectada por otro tipo de partícipes como los medios, los sindicatos, los partidos políticos, etc. El problema no está en la revelación de información en sí, aunque sensible, sino en las consecuencias que trae la influencia de estos grupos que no tienen un real interés en la buena gestión de la compañía y en el impacto que genera en su entorno, que abarca empleados, accionistas, proveedores, consumidores, estado y comunidad en general.

#### 4. Marco Teórico

La Teoría de Agencia pone el foco en la relación entre compensación y performance del ejecutivo, con el objetivo de alinear los incentivos de los ejecutivos (agente) hacia los intereses de los accionistas (principal). Se sabe que el inversor y los ejecutivos tienen distintos intereses, donde el primero se interesa en la rentabilidad que obtiene del precio de la acción, mientras que el ejecutivo se preocupa por maximizar su función de utilidad. A su vez, puede haber otros motivos que potencien este conflicto de intereses. Uno de ellos es la dispersión de la propiedad de las acciones, porque cuanto mayor cantidad de accionistas tiene la compañía, en ausencia de un accionista mayoritario, se supone que va a haber menos presión para controlar las acciones de los ejecutivos. Otro motivo está dado por la asimetría de información entre estas dos partes, porque el ejecutivo tiene información mucho más precisa, tanto del pasado, presente y futuro de la compañía, mientras que el accionista solo puede basarse en la información pública.

Los ejecutivos, dado que son adversos al riesgo, van a desear la mayor remuneración posible para maximizar su función de utilidad, a cambio de asumir el menor riesgo posible para cuidar su fuente de trabajo. Los mismos, en comparación con los accionistas, están poco diversificados porque tienen buena parte de su capital, patrimonial y físico, invertido en la

---

<sup>17</sup> “Equilar | CEO Pay Ratio: Expected Impact on Employee Sentiment”.

Link: <http://www.equilar.com/blogs/143-ceo-pay-ratio.html>

<sup>18</sup> “SEC.gov | Reconsideration of Pay Ratio Rule Implementation”.

Link: <https://www.sec.gov/news/statement/reconsideration-of-pay-ratio-rule-implementation.html>

compañía. En cambio, los accionistas, que se supone que tienen una menor aversión al riesgo por la posibilidad de diversificar sus portafolios de inversiones, van a querer que la compañía asuma más riesgo que el que le daría originalmente el ejecutivo, por lo que tienen la necesidad de brindar los incentivos adecuados para que el ejecutivo lleve a cabo las acciones que incrementen el valor de sus acciones.

Por lo tanto, esta aversión al riesgo que caracteriza al ejecutivo estándar, se puede ver modificada por el efecto de los incentivos. Los accionistas pueden orientar estos incentivos desde la estructura del contrato de compensación. Cuando se estructura de una manera que forma una relación cóncava entre compensación y desempeño, el ejecutivo no tiene muchos incentivos a esforzarse más para mejorar el desempeño de la compañía, dado que la compensación potencial sería proporcionalmente menor a su esfuerzo. Pero si tiene incentivos a no decaer en su rendimiento, dado que su nivel de compensación caería más que proporcionalmente. Por el contrario, si el contrato dibuja una relación convexa entre compensación y desempeño, el ejecutivo tendría más incentivo a esforzarse por mejorar su performance, porque su compensación potencial aumentaría más que proporcionalmente a su esfuerzo.

Aquí es donde viene el problema. Con el afán de mejorar su desempeño para seguir potenciando más y más su nivel de riqueza, muchas veces el ejecutivo se ve también incentivado a incurrir en más riesgo. Si hay una relación asimétrica entre su riqueza y el nivel de riesgo asumido, cuando el ejecutivo tiene incentivos a asumir más riesgo porque aumenta su patrimonio por los buenos resultados, pero no se lo penaliza si el mayor riesgo asumido lo lleva a malos resultados, es cuando se agrava el problema de agencia. En este punto es donde empieza a jugar el *moral hazard* del ejecutivo, porque para el accionista es más difícil saber si el buen desempeño del ejecutivo viene dado por su talento o por su mayor exposición al riesgo. En todo caso, el desafío está en cuidar que haya una relación lineal entre la compensación y el riesgo asumido.

A continuación, se hace un breve repaso de los dos principales enfoques teóricos que hay en la literatura, orientados a resolver este problema de agencia. El primero, pone el centro de atención en el diseño de contratos eficientes, en el sentido de proveer los incentivos correctos a los ejecutivos para que los resultados de sus acciones tengan consecuencias positivas en la riqueza de los accionistas, dada por la apreciación del precio de la acción. El segundo, hace hincapié en que el problema de agencia tiene su origen en el excesivo poder que tienen los ejecutivos, que a la hora de negociar sus contratos de compensación terminan inclinando la balanza a su favor. Por ende, la solución que plantean está orientada a fortalecer el sistema de gobierno corporativo de manera tal de poder limitar y canalizar el poder del ejecutivo hacia la creación de valor para los accionistas.

#### 4.1. Problema de agencia y la Teoría de Contratos Eficientes

A diferencia de la corriente del *Managerial Power*, no hay un solo autor de referencia en el campo de los contratos eficientes. Bajo la teoría de contratos eficientes, varios autores han intentado construir modelos que expliquen las variaciones de la compensación en relación a la mayor cantidad de contratación de ejecutivos de fuera de la compañía y el incremento en el tamaño de las compañías y la productividad de los ejecutivos en general. El problema es que muchos de estos modelos solo explican una parte de la tendencia de la compensación de ejecutivos y no dan una idea más integral que respalde las variaciones en la compensación en otros momentos de la historia. Uno de los autores que hizo grandes aportes a esta corriente, es uno de los Premio Nobel de 2016, Bengt Holmström, por su contribución a la teoría de contratos.

El contrato eficiente asume que la función de utilidad del CEO y la función de producción, que relaciona las acciones del CEO con su resultado, son conocidas tanto por accionistas como por el CEO, pero solo este último conoce y decide qué acciones lleva a cabo. Es decir, para esta teoría, los accionistas saben qué quieren de los ejecutivos, pero no pueden observar directamente qué hacen. Esta asimetría de información es lo que da lugar al *moral hazard*, porque las acciones individuales no se pueden observar y por ende no se pueden diagramar contratos en base a ellas. En todo caso, la posibilidad de observar esas acciones es prácticamente imposible o a un costo prohibitivo, por lo cual es necesario usar estimadores imperfectos de esas acciones (Holmström 1979).

A grandes rasgos, un contrato eficiente para un CEO estaría basado en los siguientes supuestos:

- $a$ : son las acciones que produce el CEO para generar valor en la compañía;
- $x(a)$ : es el valor para el accionista generado por las acciones del CEO;
- $z$ : es un vector de otras medidas observables en el contrato (por ejemplo, medidas contables, medidas operativas, satisfacción de clientes, rotación de personal, etc.);
- $w(x,z)$ : es la compensación que recibe el CEO en función del valor generado ( $x$ ) y del desempeño evaluado a través las medidas observables de su contrato ( $z$ );
- $u(w,a)$ : es la función de utilidad del CEO, que depende de la compensación recibida ( $w$ ) por las acciones llevadas a cabo ( $a$ ).

El contrato óptimo  $w(x,z)$ , maximiza el objetivo de los accionistas,  $x-w$ , sujeto a dos restricciones: una restricción de compatibilidad, porque el CEO elige qué acciones llevar a cabo para maximizar su utilidad  $u(w,a)$ ; y una restricción de participación, porque la utilidad esperada del contrato para el CEO debe exceder su utilidad actual (Murphy 1999).

El fundamento principal de esta teoría es que el contrato óptimo se basa en que la compensación del CEO depende de la probabilidad de que el CEO lleve a cabo las acciones deseadas por los accionistas. El “principio de *informatividad*” (“*informativeness principle*”) desarrollado por Holmström (1979), se fundamenta en el hecho de que los contratos basados en el precio de las acciones,  $x$ , no se dan porque los accionistas pretenden directamente una suba en el precio de las acciones, sino porque la suba en el precio de las acciones y del mayor valor generado,  $x$ , es una medida que provee información sobre las acciones realizadas por el CEO.

Esto da lugar al rol de otro tipo de medidas,  $z$ , a ser incluidas también en un contrato de incentivo. La idea es que el uso de estas medidas se va a dar en la medida que provean información relevante como para conocer las acciones del CEO, al punto tal que si brindan suficiente información como para saber si este lleva a cabo las acciones deseadas por los accionistas, puede que no sea necesario usar medidas basadas en el precio de la acción.

Hasta aquí, parecería que esta teoría ofrece pocas herramientas para determinar cómo se debe estructurar realmente un contrato para que sea eficaz en vincular los incentivos para los ejecutivos con los intereses de los accionistas. Pero sí brinda una intuición importante acerca de la estructura de incentivos que puede ser utilizada para mejorar estos contratos, que es la idea del *trade-off* entre riesgo e incentivo. El modelo principal-agente destaca esta relación, suponiendo que:

- el valor de la firma es  $x = a + \varepsilon$ , siendo  $a$  el esfuerzo del ejecutivo y  $\varepsilon$  una variable normalmente distribuida de ruido no controlable,  $\varepsilon \approx N(0, \sigma^2)$ ;
- el contrato del ejecutivo es lineal:  $w(x) = s + bx$ , donde  $s$  es el salario fijo y  $b$  es la medida de sensibilidad de la compensación con el desempeño, dado por el valor de la firma  $x$ .
- el ejecutivo tiene una curva exponencial de utilidad  $U(x) = -e^{r(W-c(a))}$ , siendo  $r$  la aversión al riesgo absoluta del ejecutivo y  $c(a)$  el costo convexo del esfuerzo del ejecutivo.

El problema está en resolver cuál es la medida de sensibilidad que distribuya el valor de la firma,  $x$ , de manera óptima entre el principal y el agente. La medida de sensibilidad óptima sería<sup>19</sup>:

$$b = \frac{1}{1 + r\delta^2 c''}$$

De esta relación se entiende que la medida de sensibilidad sería  $b=1$ , si el ejecutivo fuera neutral al riesgo ( $r=0$ ) o si no hubiera ruido no controlable y el valor de la firma fuera conocido solo como función del esfuerzo del ejecutivo ( $\sigma^2=0$ ). Por oposición, la medida de sensibilidad y el incentivo serán menor cuanto más adverso al riesgo sea el ejecutivo ( $r \uparrow$ ) o cuanto mayor incertidumbre exista sobre el valor de la firma ( $\sigma^2 \uparrow$ ).

Entonces, lo que se puede interpretar desde la medida de sensibilidad óptima es que existen dos variables sobre las que se puede trabajar para mejorar el contrato de un ejecutivo, que son combinables. Desde la aversión al riesgo, cuanto más se pueda asemejar la actitud frente al riesgo del ejecutivo hacia la del accionista, es de esperar que la conducta del ejecutivo se parezca más al comportamiento que podría tener un accionista. Desde la asimetría de la información, cuanto más variables observables existan que puedan brindar información eficaz para conocer cómo las decisiones de los ejecutivos afectan el valor de los accionistas, de manera

---

<sup>19</sup> Esta derivación fue obtenida de Murphy (1999).

de reducir la incertidumbre que altera el valor de la firma, mejor se podrán estructurar los contratos para orientar las decisiones de los ejecutivos hacia los deseos de los accionistas.

Como se detalla en la sección 3.7, el principio de *informatividad* es un buen sustento teórico para el uso de evaluación de desempeño relativa. Cuando hay varios ejecutivos (agentes) que se desempeñan en compañías similares, bajo contextos similares y bajo reglas similares, el desempeño de estos comparables es una buena fuente de información para comparar con el desempeño del ejecutivo. Si esta comparación se puede hacer a un costo razonable, se puede optimizar el contrato de compensación de los ejecutivos evaluando su desempeño contra un *benchmark* de la industria. Esto produce que el agente no sea sobreestimado por un buen desempeño, cuando este se da a causa de un *bull market* y no de su talento o esfuerzo, y que tampoco sea subestimado por un mal desempeño en el contexto de un *bear market*, cuando el desempeño del agente haya sido superior al promedio del mercado.

La teoría principal-agente también tiene un buen soporte empírico proveniente de los *Management Buyouts*, que es un proceso por el cual el management de la compañía compra los activos y operaciones de la empresa, convirtiéndose en accionistas. Generalmente, la financiación de esta operación se hace con deuda garantizada con los activos de la compañía. Es un caso natural donde los mismos ejecutivos que administran los mismos bienes y recursos antes y después de la reestructuración, obtienen cambios en los incentivos que están dados por convertirse en dueños y dejar de ser empleados, más la disciplina que impone la deuda y el monitoreo constante de los acreedores. Los trabajos de investigación sobre los efectos de estos procesos documentan que la performance de la compañía mejora sustancialmente en cuanto a los flujos de la firma. Al mismo tiempo, estos estudios hacen hincapié en los efectos positivos que generan en el comportamiento de los ejecutivos, los incentivos basados en la tenencia accionaria de la compañía (Murphy 1999).

Sin embargo, hay razones para ser escépticos respecto a los supuestos de esta teoría. En primer lugar, cuesta reconocer la validez del supuesto de que los accionistas saben qué es lo que debe realizar el CEO para maximizar el valor de la firma. Si así fuera, harían un contrato de cero riesgos con instrucciones claras de qué y cómo llevar a cabo tales acciones. Uno supone que los accionistas contratan a un CEO por su habilidad y conocimiento para tomar las mejores decisiones y le confían su patrimonio para que maximice su riqueza. En el utópico caso de que los accionistas pudieran monitorear todos los movimientos del CEO, no tendrían la capacidad ni los recursos para entender si sus decisiones son apropiadas o no, dadas las circunstancias en las que son ejecutadas. Es el desconocimiento de los accionistas sobre la capacidad de producción del CEO y su relación con el valor de la firma, lo que hacen necesario que el contrato deba estar atado al objetivo del principal, o sea, maximizar su riqueza, en lugar de basarse en otras medidas que provean información sobre las acciones del CEO. Esto último le quita un poco de mérito al principio de *informatividad* como excusa para estructurar los contratos atados al precio de la acción, con el argumento que este último provee información valiosa sobre las decisiones del ejecutivo.

Otro tema a considerar son el amplio campo de acción disponible para un CEO para generar valor en la compañía, en comparación con la sola consideración de su esfuerzo, como marco general del campo de acción que propone el concepto original de principal-agente. Se entiende que el problema de agencia entre accionista y ejecutivo no necesariamente es hacer que este último trabaje duro, sino más bien hacer que tome las decisiones correctas para aumentar el valor de la firma. Esto sería, invertir en proyectos con valor presente neto positivo, aumentar los ingresos con el capital existente y descartar proyectos con valor presente neto negativo. Yendo más a detalle, se puede pensar en definir la estrategia de negocio, elegir si financiar con *equity* o con deuda, definir la política de dividendos, negociar fusiones o escisiones, elegir en qué industrias o mercados entrar o salir, asignar los recursos en las unidades de negocio, asignar recursos para el desarrollo de nuevos productos, contratar y despedir a los miembros de su equipo, diseñar los contratos estratégicos o más importantes de la compañía, etc. Entonces, el rol de la *informatividad* del contrato se va reduciendo y se fortalece la idea de que la compensación a pagar al ejecutivo debería ser más en relación a sus resultados, antes que a la magnitud de sus inputs.

Además, cuando en el contrato de compensación para incentivar al ejecutivo, se agregan cada vez más variables del tipo  $z$ , que apuntan a brindar más información acerca de las acciones del ejecutivo, se debe tener especial cuidado de no distorsionar sus incentivos, dado que ellos son quienes controlan las decisiones que afectan esas medidas (Murphy 1999). Por ejemplo, pueden definir los presupuestos de la compañía para alcanzar esos objetivos. Podrían influir en el uso de las evaluaciones relativas de desempeño, tomando acciones improductivas que afecten el desempeño del grupo de referencia que se tome para medir el desempeño relativo de la compañía. Los ejecutivos también pueden manipular ingresos y costos temporalmente según les convenga, e incluso monitorear los resultados contables día a día y tomar acciones para maximizar sus bonos basados en performance acumulada en el año. También pueden reducir la inversión en investigación y desarrollo e incrementar el resultado a corto plazo en detrimento del desarrollo de proyectos futuros. Todos estos efectos deben ser considerados a la hora de buscar incrementar la *informatividad* en el diseño del contrato a través de este tipo de medidas.

En cambio, si se expande el contrato a incentivos basados en las gestiones que puede realizar un ejecutivo, puede ser beneficioso en dos grandes aspectos. Primero, los resultados de esas acciones se presuponen que están más directamente relacionadas al objetivo del principal (maximizar el valor de la compañía). Las medidas contables pueden ser aplicadas cuando los retornos contables son más consistentes que el precio de la acción  $y$ , si el accionar de los ejecutivos que afecta a los retornos contables, está correlacionado con el precio de la acción. Segundo, expandir el abanico de gestiones brindan una estructura de incentivos más lineal en lugar de cóncava o convexa. Esto le brinda al contrato mayor constancia a lo largo del tiempo, porque de esta manera el agente tiene menos incentivos a manipular los resultados atados a su compensación en un determinado período, dado que esos efectos tienen las mismas implicancias tanto en el presente como en el futuro (Holmström y Milgrom 1987).

Desde el punto de vista del comportamiento de los agentes, los bonos anuales y de largo plazo basados en medidas contables pueden ser tan importantes como las medidas basadas en el precio de la acción a la hora de orientar las acciones deseadas de los agentes. Los planes de incentivos son efectivos siempre y cuando el agente entienda cómo sus actos impactan en los objetivos buscados por el principal, y en última instancia, en la compensación a recibir. En este sentido, es muy probable que un ejecutivo entienda cómo mejorar los resultados contables (ya sea vía ventas o vía costos), pero es más difícil que sepa cómo hacer para mejorar el precio de la acción. Por ende, los planes de bonos podrían brindar incentivos más fuertes que los planes basados en acciones. Más aún, los bonos generalmente se pagan una vez que se concretan los resultados obtenidos, por ejemplo, cuando se emite el balance anual. Esta percepción de tangibilidad inmediata de los bonos cobrados podrían también brindar incentivos más fuertes si se compara con la incertidumbre que generan los instrumentos basados en acciones, que generalmente tienen algún tipo de restricción, lo que genera aún más reticencia para los ejecutivos más adversos al riesgo.

Desde los '80s, tanto académicos, accionistas institucionales y otros grupos interesados en proteger los intereses de los accionistas, han estado reclamando que la compensación a los ejecutivos esté más vinculada a los cambios en el valor de la compañía. Sin duda, estas presiones tuvieron alguna implicancia en las pautas sobre tenencia de acciones y el mayor impulso de las opciones de acciones, lo que a su vez resultó en una mayor sensibilidad entre compensación y performance, con la idea de que estas prácticas mejoran los incentivos para el management y, consecuentemente, favorece el desempeño de la compañía. Sin embargo, a pesar de haber mucha evidencia sobre las consecuencias disfuncionales de los planes de compensación mal diseñados, hay poca evidencia de que una alta relación entre compensación del ejecutivo y performance de la compañía tenga consecuencias positivas en el precio de la acción de la compañía (Murphy 1999).

Una de las cuestiones que impiden analizar válidamente la sensibilidad compensación-performance con el precio de la acción de la compañía a largo plazo, está en el supuesto de la eficiencia de los mercados de capitales. Este supuesto indica que todos tienen acceso a la misma información pública que se refleja en los precios de las acciones, porque la información disponible sobre la sensibilidad de la compensación con el retorno de los accionistas también es pública y los inversores pueden tomar decisiones en base a ello. Por ejemplo, si una empresa, X, tiene una sensibilidad entre compensación y performance más alta que otra empresa, Y, el mercado, al reconocer que los ejecutivos de X tienen mejores incentivos que los de Y, va a preferir a X hasta que el retorno esperado ajustado por riesgo por la tenencia de la acción de X sea equivalente al retorno esperado ajustado por riesgo de las acciones de Y. Si, desde el momento en que estas acciones están “arbitradas” por la información de la sensibilidad compensación-performance que representa los mejores incentivos de los ejecutivos, se realiza un experimento que mida la sensibilidad entre compensación y performance de la acción de estas compañías y se lo compara con el retorno de la acción del mismo período, no se encontraría diferencia entre los retornos de X e Y.

El hecho de que los incentivos no tengan efecto en el retorno esperado de la acción, no implica que los incentivos no tengan importancia. En el caso anterior, el mercado esperaría que los managers de X, al tener mejores incentivos trabajen más duro, de manera más inteligente y con mayor interés en producir buenos resultados para los accionistas, en comparación a los managers de Y. Esto, considerando que toda la información relevante es pública y se incorpora al precio de la acción. Cuando hay información relevante que no es pública, como podría ser el detalle de un bono anual o la decisión de otorgar opciones de acciones que no se hayan anunciado, o incluso cuando los inversores le restan importancia o malinterpretan el impacto de la compensación en el comportamiento de los ejecutivos, los retornos ajustados por riesgo de los accionistas se pueden ver afectados.

Adicionalmente, hay un problema en cómo se manejan hoy en día los mercados financieros, que agrava el problema de agencia. Los mercados se mueven más por expectativas que por fundamentos. Esto mismo también lleva a los ejecutivos a enfocarse en las expectativas del mercado de capitales antes que en el mercado real de su compañía. Como los ejecutivos manejan información sensible que impacta en las expectativas de mercado, tienen cierto poder para manipular estas expectativas a su conveniencia, corriendo el riesgo de incurrir en acciones que favorezcan los retornos de corto plazo a costa del valor de la compañía a largo plazo.

Peor aún, está demostrado que la reacción de los mercados frente a los resultados obtenidos en comparación con las expectativas es no lineal (Murphy 2012). Esto implica que, si la compañía supera las expectativas por un poco, la buena reacción de los mercados es alta, pero si supera las expectativas por mucho, la buena reacción de los mercados no es mucho más alta que si las supera por poco. El mismo razonamiento ocurre a la inversa, si el rendimiento está un poco por debajo de las expectativas, la reacción del mercado es fuertemente bajista, pero si está muy por debajo de las expectativas, la baja del mercado es solo un poco peor que en el caso anterior. En consecuencia, los ejecutivos tienen incentivos a: superar las expectativas por poco, incluso cuando pudieran hacerlo por mucho; y, si no llegan a cubrir las expectativas, quedar abajo por mucho, en lugar de acercarse lo máximo posible, bajo el supuesto de que pueden “reservarse” resultados para el próximo cierre. Lógicamente, estos efectos se potencian cuanto mayor sea la tenencia accionaria que posean los ejecutivos.

Otra dificultad para analizar la sensibilidad compensación-performance con el precio de la acción de la compañía a largo plazo, proviene del hecho de que muchas veces las compañías utilizan planes de compensación con incentivos agresivos como último recurso cuando se encuentran en problemas. Hay estudios que demuestran incrementos significativos en planes de opciones de acciones cuando las empresas están en dificultades financieras. En contraposición, hay compañías exitosas que adoptan planes de compensación tradicionales, con altos salarios y pocos bonos o planes de opciones. Estas últimas, se basan en la hipótesis en que los planes de compensación agresivos no son necesarios en empresas en crecimiento, dado que los ejecutivos en estos casos tienen buenos incentivos con las oportunidades de crecimiento y promoción, lo que a su vez implica mayores salarios, que incluso en compañías más grandes tienden a ser mayores (Murphy 1999). En todo caso, hacer comparaciones sobre las estructuras de los planes

de compensación y el desempeño de las compañías entre empresas en distintas situaciones, o de distinto tamaño, o de distinta industria, podría llevar a conclusiones erróneas.

Lo que también hay que considerar es el efecto del anuncio de un nuevo plan de compensación. Una manera de estudiar ese efecto, es analizar la reacción del mercado al momento del anuncio de nuevos planes basados en acciones. Aunque el problema sería determinar cuál es la fecha del anuncio, que podría ser la fecha en que el plan fue pasado al Directorio para su consideración, o cuando el Directorio aprobó el plan, o en última instancia, la publicación de los balances. Hay estudios que revelan que se esperan retornos anormales superiores cuando las compañías adoptan planes de compensación basados en acciones, considerando incluso distintas fechas de anuncios. También se encontró que los precios de las acciones aumentan luego de que los paquetes de opciones son efectivamente concedidos, siendo que estas concesiones no son públicamente anunciadas. Estos estudios tienen resultados consistentes en cuanto a la reducción de los costos de agencia, pero también llevan a la conclusión de que los ejecutivos presionan para impulsar programas de acciones y que manejan los tiempos de la cesión de las opciones anticipándose a anuncios que probablemente incrementen los precios de las acciones. En general, en las grandes empresas la cesión de las opciones se da una vez al año, por lo que los ejecutivos pueden esperar a hacer anuncios favorables para la compañía con posterioridad a esa fecha. Desde el punto de vista del ejercicio de las opciones, no se ha encontrado evidencia de que las opciones sean ejercitadas con anterioridad a anuncios desfavorables o caídas en el precio de las acciones (Murphy 1999).

#### 4.2. Problema de agencia y la Teoría del Managerial Power

Aunque no fueron los primeros en hablar del tema, los principales autores en instalar el concepto de *Managerial Power* como tal, fueron Lucian Bebchuk y Jesse Fried, en un libro muy popular del 2004 llamado *Pay Without Performance*. Dividen la discusión de la compensación ejecutiva en relación con el problema de agencia en dos grandes enfoques: la teoría del contrato óptimo o eficiente y la teoría del poder gerencial. Como se describió en el apartado anterior, en la teoría del contrato eficiente, se postula que el problema de agencia se debe resolver con un buen diseño de contrato que haga converger los intereses de los ejecutivos con los de los accionistas.

Estos autores sostienen que la exagerada compensación de los CEO, no es una cuestión de falta de conocimiento o de errores involuntarios, sino que es consecuencia de un problema sistémico en el gobierno corporativo y del control de los directores, sean externos o no, en virtud de los intereses de los accionistas. Esto no hace más que agravar el problema de agencia a través de la compensación de los agentes, que no es negociada en igualdad de condiciones con el principal, debido a que el principal no tiene un representante con el poder suficiente y ni los recursos necesarios como para defender sus intereses. Bajo el enfoque de contratos eficientes, se supone que el Directorio representa fielmente los intereses de los accionistas y suscriben

contratos de compensación con los CEOs en una negociación independiente, en igualdad de condiciones. Aunque al momento de hacer estudios sobre este tema la mayoría de los académicos adhiere o da como supuesta tal condición, hay evidencia de que en la realidad no se cumple (L. Bebchuk y Fried 2003). Incluso cuando los defensores del contrato eficiente encuentran que no se cumple, argumentan que esas fallas son una anomalía particular y que no representa a la práctica de compensación del mercado.

Argumentan que los directores tienen incentivos económicos para favorecer los contratos de compensación de los ejecutivos, a los que se le agregan los componentes sociales y psicológicos como el espíritu de equipo, el deseo de evitar conflictos y la empatía o lealtad con el ejecutivo. Los directores tienen generalmente poca tenencia de acciones, por lo que el costo de contratos beneficiosos para los ejecutivos tiene poco peso para ellos y, desde este punto de vista, no tienen incentivos a controlarlos. Si bien tienen un salario atractivo, la mayor pretensión de los directores proviene del prestigio que les otorga esa posición, así como los contactos de negocios que puedan hacer. Como el CEO tiene bastante influencia en el proceso de selección de los directores, estos últimos están motivados a apearse a las pretensiones del CEO, entre las cuales se encuentra su compensación.

A principios del siglo XX, los directores eran en su gran mayoría los mismos ejecutivos y asesores de las compañías. Luego, con todo el movimiento de los accionistas y la ayuda de la legislación (que se describe en la sección 5), se fue incrementando la cantidad de directores que son externos a la empresa, al punto tal que en la mayoría de las compañías el único director “interno” es el CEO. Teóricamente, al ser los miembros del Directorio externos y elegidos directamente por los accionistas, se convierten en el intermediario natural para mitigar el conflicto de agencia entre accionistas y ejecutivos. Este órgano es el encargado de contratar, pagar y despedir a los ejecutivos. Por ende, los directores intentarán relacionar de la mejor manera posible, la compensación de los ejecutivos con el mayor valor creado para los accionistas, de ahí que se justifican las formas de pago basadas en instrumentos del capital propio, como opciones y acciones. Así, el contrato eficiente sería aquel que recompense al ejecutivo en función de su utilidad y su expectativa de compensación, de manera que tome las acciones necesarias para maximizar el valor para los accionistas.

Sin embargo, dado que en general los directores tienen porciones muy pequeñas de acciones de las compañías, pueden tener una tendencia a compensar de más a los ejecutivos porque lo pagan con dinero de los accionistas. En este sentido, pueden ser reticentes a reemplazar a un CEO por mal desempeño, ya que el esfuerzo de despedir al CEO y el riesgo de encontrar uno mejor, requiere de un beneficio esperado para los directores que no es fácil de distinguir. Adicionalmente, por más que sean externos a la compañía, muchas veces se da un vínculo social entre los directores y los ejecutivos, que se ve agravado cuando el CEO ostenta demasiado poder (L. Bebchuk y Fried 2005).

Desde principios de los ‘90s, las normas y regulaciones han ido requiriendo la independencia de los miembros del Directorio, con la idea de que se bajaría o al menos dejaría

de incrementar el nivel de compensación de los ejecutivos. Como se ve en la sección 4, la política tuvo mucha influencia en la historia de la compensación ejecutiva, no con el objetivo de resolver el problema de agencia entre ejecutivos y accionistas, sino más bien con tratar de limitar el aumento del nivel de compensación. Esto se explica por la diferencia de intereses entre el gobierno y los accionistas. Por su parte, el gobierno se moviliza por la percepción de un exceso en el nivel de compensación, con el ánimo de morigerar la inequidad social que típicamente se mide con el ratio entre compensación de ejecutivos y trabajadores promedio. Por el contrario, a los accionistas les interesa el nivel de compensación, pero principalmente les interesa que el valor de sus acciones se incremente. Por supuesto, al ejecutivo le interesa cobrar lo más que pueda para maximizar su función de utilidad. Los directores, en cambio, que son elegidos por los accionistas, pero a veces reclutados por los CEOs, van a preferir alinear bien los incentivos de accionistas y ejecutivos, pero no van a tener especial interés en restringir los niveles de compensación.

De acuerdo al enfoque del *Managerial Power*, el problema de agencia está directamente relacionado al grado de poder que ostenta el CEO en la compañía. Entre otros aspectos, el grado de poder está dado por el nivel de concentración o dispersión de accionistas, el tamaño y la independencia del directorio, la existencia de políticas “anti-takeover” en el contrato del CEO y la existencia de inversores institucionales que monitoreen más de cerca los actos del CEO (L. Bebchuk y Fried 2004). Entonces, el poder gerencial sería la habilidad del ejecutivo en influir en las decisiones relativas a su compensación. Esta teoría sostiene que cuanto más poder tenga el ejecutivo, mayor será la compensación recibida y menor la sensibilidad entre la compensación y el desempeño de la compañía. Por diversas causas, un CEO con mucho poder puede afectar las decisiones del Directorio respecto a la compensación, en su propio beneficio.

La teoría del poder gerencial también sostiene que, sin embargo, la magnitud de un contrato favorable al CEO a costo de los accionistas tiene un límite, que es la indignación de las partes interesadas en estos contratos y las restricciones que imponen cuando hay extremos. Esta limitación es clave para esta teoría a la hora de explicar el aumento de la compensación de los ejecutivos durante el mercado alcista, dado que el optimismo que generan los precios de las acciones en alza reducen la presión que puedan ejercer los accionistas y la sociedad sobre los pagos a los ejecutivos. Por el contrario, un mercado a la baja como en 2000-2002, genera mayor indignación en los inversores y la sociedad se pone más dura con los niveles de compensación, provocando la caída de los pagos a los ejecutivos. Luego, el mercado alcista desde 2009 que no estuvo acompañado por un aumento en la compensación del ejecutivo, puede ser explicado con que se mantuvo el nivel de restricciones a la compensación ejecutiva generados durante la crisis financiera del 2008. Por lo visto, este concepto de limitación dada por la indignación de los accionistas y la sociedad en general, le brinda a esta teoría mucha flexibilidad para poder explicar los movimientos del mercado y de la compensación. Esa flexibilidad, que no se puede medir, se paga con la falta de solidez en el argumento de esta teoría que le adjudican los principales críticos.

A pesar de la limitación comentada, los ejecutivos con suficiente poder tienen herramientas para poder camuflar distintos tipos de compensación, sin llegar a un nivel tan exagerado que despierte ese interés y que los ponga a la luz de las críticas. Esto se observa, por ejemplo, por el uso ampliamente aceptado de beneficios adicionales, como préstamos a baja o nula tasa de interés, clubes de membresía y uso particular del jet de la compañía, el uso de cláusulas de indemnización muy severas (*golden parachutes*) y la concesión de opciones de acciones *at-the-money* y sin indexación por variaciones del mercado o la industria (L. Bebchuk y Fried 2005).

No obstante, la evidencia demuestra que el nivel de pago a los ejecutivos aumentó en conjunto con la mayor independencia de los directores y la mayor ponderación de componentes de compensación basados en acciones. Esto es consistente con la idea de que los directores buscan alinear los incentivos al mayor valor generado para los accionistas, pero no se preocupan tanto por el nivel de compensación porque no sale de su bolsillo. Más aún, la época del aumento de directores externos coincide con la de mayor contratación de ejecutivos de fuera de la empresa, con quienes se negocian estos nuevos contratos más beneficiosos. Esto no podría tener como causa al poder que ejerce el ejecutivo como para poder influir lo suficiente en el Directorio para llevarse la mayor tajada. Entonces, este sobrepago a los ejecutivos recién contratados parece ser un problema de agencia que no se soluciona con las soluciones propuestas de la teoría del poder gerencial, orientadas a reducir la capacidad de influencia de los ejecutivos (Murphy 2012).

Holmström respondió a los propulsores del *Managerial Power* escribiendo un artículo como comentario a su libro. El Nobel de 2016 coincide en que los ejecutivos tienen mucho poder, pero esto se da por varias razones y no todas ellas son malas. Considera que es muy tentador predicar grandes cambios en los derechos de los accionistas bajo el argumento de los excesos en las remuneraciones de los ejecutivos, pero antes hay que tener muy en claro las consecuencias que pueden tener en el sistema como un todo. La teoría del poder gerencial tiene un argumento relativamente importante, pero no lo suficientemente sólido como para explicar por sí solo cómo evolucionó la compensación en las últimas décadas y por qué se hizo tan distorsiva. Hay que tratar de entender por qué los problemas de excesos de compensación ejecutiva empezaron en los '90s y no antes, por ejemplo, con el boom de mercado alcista de los '60s. La hipótesis del poder gerencial falla en explicar esa diferencia de *timing*. Al mismo tiempo, las reformas presionadas por accionistas e instituciones en los '80s, dieron lugar a muchas buenas reestructuraciones para las compañías norteamericanas que incrementaron sus ganancias y sus valores de mercado, pero que también plantaron las semillas de estos escándalos. Sin esos incrementos en el valor para los accionistas, tales problemas de compensaciones elevadas no hubieran surgido (Holmström 2004).

Algunos estudios de investigación destacan que la capacidad de los CEOs de extraer riqueza de los accionistas a través de contratos de compensación beneficiosos para sí mismos, está bastante limitada, así como también los CEOs están relativamente protegidos ante los posibles malos resultados. Si el rendimiento de la compañía o el rendimiento de la industria

fueron buenos en un año, el CEO va a tener una buena recompensa. Si tanto la compañía como la industria tuvieron un buen rendimiento, esa recompensa no va a ser mucho mayor, por esto no habría evidencia de que el CEO pueda sacar el máximo provecho. Asimismo, si tanto la compañía como la industria tuvieron un mal desempeño, el pago del CEO no sería tan bajo como podría serlo. La evidencia también sugiere que cuanto más fuertes son los sistemas de gobierno corporativo, más se notan ese tipo de comportamientos. Esto quiere decir que el argumento del *Managerial Power*, en cuanto a que los CEOs pueden extraer riqueza de los accionistas por los débiles controles de gobierno corporativo, no se demuestra en estos resultados (Jiménez-Angueira y Stuart 2015).

Una de las preocupaciones de los que abogan por el concepto del poder gerencial está en la incompatibilidad que se presenta cuando un CEO forma parte del propio Comité de Compensación de su compañía, dado que esto claramente haría que su paquete de compensación resulte beneficiado. Sin embargo, hay estudios que demuestran que en estos casos el CEO tiene grandes proporciones de tenencia de acciones, dado que son generalmente los fundadores o miembros de la familia fundadora, y que su compensación es mucho menor que la de otros CEOs. En todo caso, su propósito en el comité es para tener influencia en la compensación del resto de los ejecutivos. Esto da a entender que, proponer una medida como prohibir que el CEO sea miembro del Comité de Compensaciones, podría ser perjudicial para los accionistas de estas compañías (Murphy 2012).

El supuesto de que el Directorio se deja manejar por los gerentes poderosos porque quieren desesperadamente permanecer en sus puestos de directores, es un poco simplista. La gran mayoría de los directores son personas íntegras y más duras de los que se cree. El problema es que se encuentran ante responsabilidades y tareas que muchas veces se contradicen entre sí. El Directorio tiene que ser visto como un agente o supervisor, y no con los mismos incentivos que los accionistas, sino que necesitan su propio esquema de incentivos. A la hora de buscar diseñar incentivos eficaces, hay que ser cauteloso también en la implementación, porque las consecuencias no intencionales pueden traer grandes sorpresas y generar mucha frustración. Para esto, es mejor estar al tanto de las experiencias ajenas y dejar que otras compañías hagan las veces de laboratorio (Holmström 2004).

Lo primero y más importante, es justamente tratar de evitar una negociación entre partes independientes entre directores y ejecutivos, para determinar la compensación de estos últimos. Esto tampoco implica que el Directorio deba aceptar cualquier cosa que pida el ejecutivo. Lo mejor es usar un *benchmark* para evitar potenciales negociaciones contingentes sobre un tema sensible como es la compensación que, si falla, al menos sería solo un poco y para el lado del ejecutivo (Holmström 2004). Estructurar la composición acorde al mercado y ajustarse a las normas es una buena práctica para evitar demandas. Los más grandes excesos en los pagos a ejecutivos se dieron justamente en compañías que se salieron de las prácticas del mercado. Así como es difícil imaginar un precio en que los individuos puedan determinar confiablemente basándose solamente en su valor intrínseco y sin tener como referencia el precio de productos

o servicios comparables, este razonamiento también debería aplicarse al mercado de los ejecutivos.

## 5. Evolución de la Compensación Ejecutiva

### 5.1. Breve reseña histórica hasta la década de 1950

Hacia fines del siglo XIX y principios del siglo XX, la gran mayoría compañías norteamericanas eran gestionadas por sus dueños fundadores, o sus descendientes, o por quienes ostentaban buena parte de la propiedad de las acciones. En este contexto, empezaban a surgir combinaciones de pequeñas empresas que se iban transformando en grandes corporaciones, lo que a su vez daba lugar a la necesidad de profesionales especializados en la gestión de negocios complejos. Así, comenzaron a gestarse los cargos de altos ejecutivos que dirigían grandes compañías y no tenían necesariamente porciones significativas del capital.

La ansiedad de los propietarios de estas grandes compañías en mejorar las ganancias que producían con sus activos, dio lugar a la necesidad de incentivar a los gestores de esos activos a buscar más rentabilidad. Así nacieron los bonos atados a los resultados contables. Ya hacia 1928 y 1929, cerca de dos tercios de las grandes compañías ofrecían planes de bonos a sus ejecutivos, que representaban alrededor del 42% de la compensación total y comenzaban a verse grandes cifras devengadas por cumplimientos de objetivos. Por ejemplo, en la industria del acero se llegó a pagar \$21,4 millones de dólares (a términos reales del 2016) a un CEO por los logros de 1929.

A pesar de la magnitud de algunos bonos pagados, en aquel momento no había controversias respecto a la alta compensación que recibían los ejecutivos, dado que se daba en un contexto de economía robusta, alto nivel de empleo y buenas ganancias para los accionistas. El problema sí surgió en la crisis de 1930 donde, a raíz de algunos juicios, salieron a la luz los montos que habían recibido algunos CEOs. Esta información, combinada con un ambiente de profunda recesión, dio lugar a la indignación de los accionistas e instaló en la opinión pública la percepción de que la compensación de ejecutivos era exagerada y controlada solo por ellos mismos.

La preocupación política en el tema se dio concretamente con el “*New Deal*” en 1933 del entonces Presidente de Estados Unidos, Franklin D. Roosevelt, cuando se empezaron a plantear las primeras normas sobre publicación de las compensaciones de los ejecutivos. Por ejemplo, las compañías de ferrocarriles que recibían algún tipo de asistencia del gobierno federal debían revelar los nombres de los ejecutivos que ganaban más de \$10.000 dólares al año. El resultado de revelar esa información causó tal indignación que hicieron reducir la compensación de ejecutivos hasta un 60%, hasta que llegaron a un acuerdo que autorizaba un máximo de \$60.000

dólares por año para los presidentes de ese tipo de empresas. En 1934, la SEC emite sus primeras normas sobre exposición de nombres y de todo tipo de compensación que reciban los tres ejecutivos mejores pagos, para las compañías cotizantes sujetas a la regulación de este ente. Si bien la SEC no tiene el poder suficiente para limitar el nivel de compensación que reciben los ejecutivos, si puede requerir todo tipo de exposición de información que considere “útil” para los accionistas y otras partes interesadas. Bajo el supuesto de que la mayor información revelada al público sirve para morigerar las compensaciones exageradas, la SEC ha emitido una gran cantidad de normas que cada vez requieren más y más información sobre la compensación de los ejecutivos.

En la década de 1920, se iniciaba el uso de *stock options* como medio de compensación a los ejecutivos. Esto generaba controversias en los organismos de recaudación impositiva en cuanto a cómo estos instrumentos debían tributar el impuesto a las ganancias. Una alternativa era que el beneficiario (ejecutivo) declare como ingreso gravado una remuneración al momento del ejercicio de las opciones, lo que daba lugar a la compañía a tratarlo como un gasto deducible de sus impuestos. Otra alternativa era que el individuo tribute impuestos solo por la ganancia de capital generada al momento de vender las acciones adquiridas por vía de las opciones ejercidas, lo que no permitía a la compañía deducir la compensación para sus impuestos. Además, había una gran diferencia entre la tasa efectiva de impuesto que se pagaba por ingresos ordinarios (primera alternativa) con la que se tributaba por la ganancia de capital (segunda alternativa), siendo mucho mayor la primera. Hacia el año 1950, el Congreso norteamericano emitió una ley que creaba la figura de las “opciones de acciones restringidas”, que venía a soslayar las controversias e inconsistencias que se venían dando en tribunales por las diferencias de interpretación (y de intereses) en cuanto al tributo de las opciones. Esta ley estipulaba que las opciones de acciones restringidas tributarían impuesto por las ganancias de capital obtenidas al momento en que la acción, adquirida por el ejercicio de una opción, era vendida.

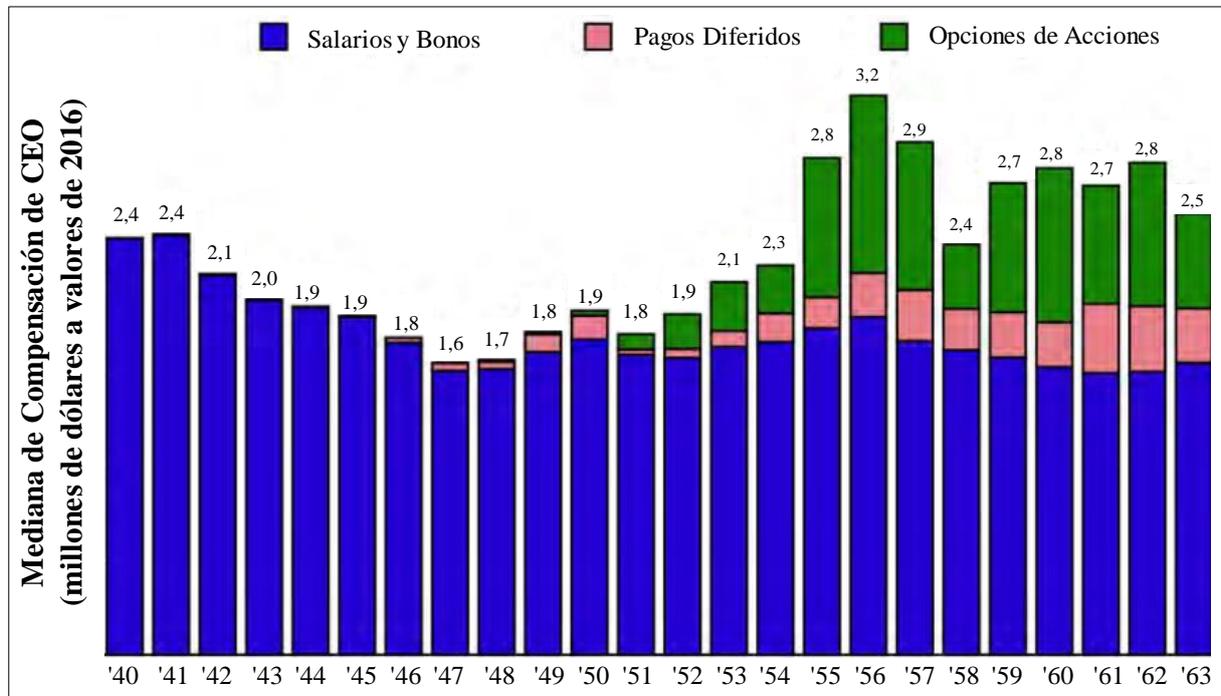
## 5.2. Cambios en la compensación de ejecutivos entre 1950 y fines de los '80s

La ley de 1950 dio un empuje importante al uso de las opciones de acciones como forma de compensación. En el término de un año, las compañías del *New York Stock Exchange* (NYSE) que usaban *stock options* para compensar a sus ejecutivos pasaron de ser el 4% al 12%, mientras que hacia el año 1960 llegaban a ser más del 60% los ejecutivos que tenían opciones de acciones en su poder. En el Gráfico 13 se puede ver la evolución de la compensación antes de impuestos de los ejecutivos de 50 grandes compañías de manufactura, entre 1940 y 1963, ajustadas por inflación a valores del 2016. Dado que los datos sobre opciones fueron obtenidos previamente a la teoría de valuación de opciones de Black y Scholes de 1973, los valores de las opciones se calculan por el spread entre precio de mercado y precio de ejercicio de las opciones

en circulación. Esto implica que los movimientos que se observan en la medida de las opciones están directamente afectados por los movimientos del mercado durante este período.<sup>20</sup>

### Gráfico 13

#### Compensación Antes de Impuestos de CEOs de 50 Grandes Compañías de Manufactura, entre 1940 y 1963



Fuente: Murphy (2012). Compensación basada en el estudio de 50 grandes compañías de manufactura. Valores en dólares ajustados al 2016 por el *Consumer Price Index*. El valor de las opciones de acciones se basa en el cálculo anual del spread entre precio de mercado y precio de ejercicio. Los valores de pagos diferidos y de opciones de acciones fueron estimados desde los valores después de impuestos.

En el Gráfico 13 se observa que, en 1940, la compensación de los CEOs de estas 50 compañías era puramente salarios y bonos que llegaban a \$2,4 millones de dólares (a valores de 2016). El monto que se pagaba por esos conceptos en 1963 había caído hasta los \$1,6 millones de dólares. Durante este período, la compensación total tuvo un pico máximo de \$3,2 millones de dólares en 1956, cuando las opciones llegaron a ser el 30% de la compensación total, que luego pasaron a ser un 20% hacia 1963. Siendo que los datos son ingresos antes de impuestos para los ejecutivos y que las opciones de acciones restringidas tenían una tasa efectiva de impuesto a las ganancias mucho menor que los otros conceptos de compensación, si se estima la compensación total después de impuestos, el peso de las opciones es mayor al observado en el gráfico.

A principios de la década de 1950, muchas opciones otorgadas se vieron afectadas por la recesión posterior a la Guerra de Corea. Ante tal situación, en Estados Unidos se emitió una ley

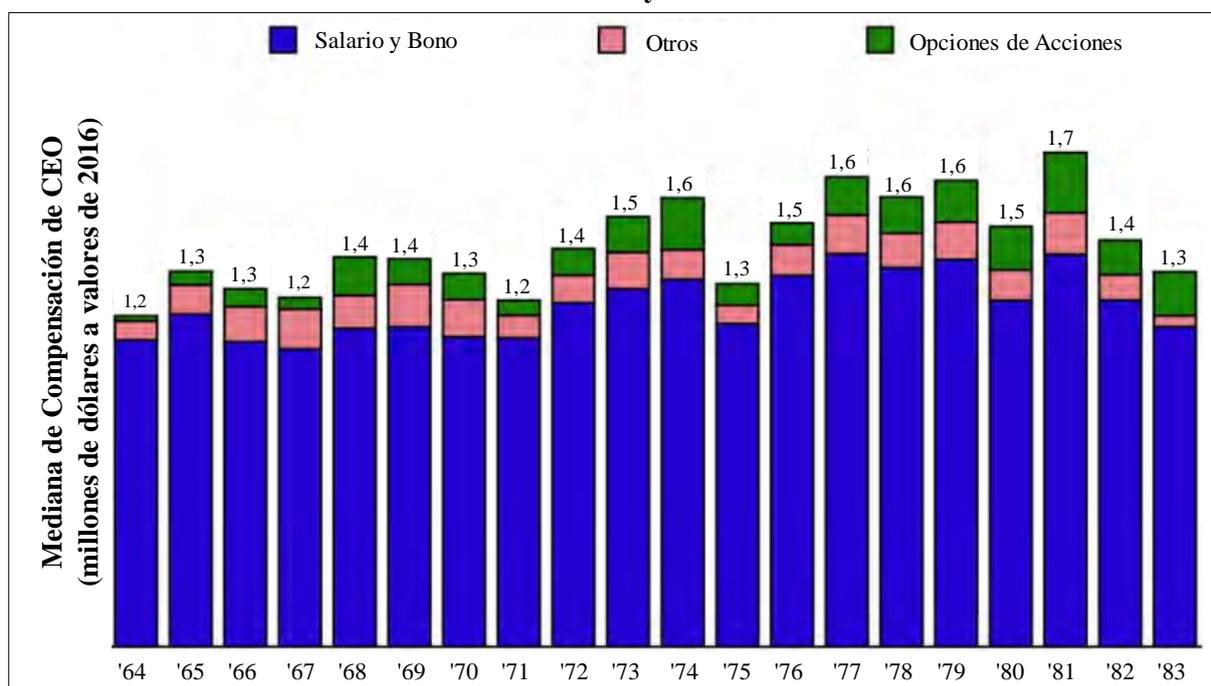
<sup>20</sup> Si bien esta muestra de compañías no es significativa, fue la única información histórica con apertura de composición de la compensación de ejecutivos a la que se pudo acceder. De todos modos, se puede considerar que puede darnos una idea de cómo fue evolucionando la compensación de los ejecutivos durante estos años.

que permitía a las compañías mover el precio de ejercicio de las opciones cedidas en caso de que, luego de otorgadas, el precio de mercado de la acción hubiera caído. También le puso un límite al período para ejercer las opciones de 10 años, que antes no lo tenía. Este período de 10 años sigue siendo común hoy en día. La práctica de hacer *repricing* de opciones otorgadas, ya sea configurando nuevamente los precios de ejercicio de las opciones cedidas o cancelando las opciones cedidas en reemplazo de nuevas opciones con precio de ejercicio menor, se empezó a hacer más popular durante la recesión de 1960.

Estas prácticas volvieron a generar controversias en la sociedad, representadas por algunos casos en donde los ejecutivos se hacían de grandes montos por el ejercicio de opciones y posterior venta de acciones, que eran señaladas por una baja carga impositiva. Esta presión llegó a la política, que en 1964 terminó por modificar la ley que favorecía el tratamiento impositivo de las opciones de acciones restringidas y que ahora estipulaba que los ejecutivos debían de retener las acciones adquiridas por el ejercicio de opciones durante tres años (en lugar de seis meses como era previo a este cambio), para poder aplicar al beneficio de la tasa impositiva reducida por las ganancias de capital de las acciones vendidas.

Entre otros cambios incluidos, uno fue el de establecer que el precio de ejercicio de las opciones no podía ser menor que el precio de mercado del día del otorgamiento (antes tenía un piso de 85% del precio de mercado). Ahora se prohibía hacer el *repricing* de las opciones cedidas anteriormente, ya sea por un cambio en el precio de ejercicio directamente o por la cancelación y emisión de nuevas opciones con precio de ejercicio menor. Por último, se redujo la tasa efectiva de impuesto a las ganancias para los ingresos ordinarios de los individuos, por lo que el costo impositivo se equiparaba con el que se pagaba por ganancia de capital en la venta de acciones. Por estas razones, las opciones de acciones restringidas fueron mucho menos usadas entrados los '70s.

A principios de la década de 1970, en un intento de frenar la inflación, se establecieron una serie de controles sobre precios y salarios, que incluían a la compensación ejecutiva. Se impuso un límite de 5,5% de aumento para los pagos a los grupos de ejecutivos de cada compañía. Este tipo de limitaciones ya se habían impuesto en períodos anteriores, pero siempre en contextos bélicos. Esta era la primera vez que se establecían en época de paz. Sin embargo, el mercado encontró la manera de eludir esas limitaciones. Por ejemplo, los bonos estaban limitados al monto pagado en alguno de los tres años anteriores a la norma más el 5,5% de aumento, pero otros incentivos relacionados a ventas o productividad no contaban con ese límite. Así, las compañías adoptaban nuevos planes de incentivos siempre y cuando estén relacionados directamente al aumento de productividad, que resultaban en bonos vinculados a performance basados en resultados contables y que estaban exentos de la limitación implementada.

**Gráfico 14****Compensación Antes de Impuestos de CEOs de 73 Grandes Compañías de Manufactura, entre 1964 y 1982**

Fuente: Murphy (2012) Compensación de CEOs de 73 Grandes Compañías de Manufactura a valores ajustados de 2016 por el *Consumer Price Index*. Opciones valuadas a fecha de otorgamiento usando la fórmula Black-Scholes.

En el Gráfico 14 se puede ver la tendencia de la mediana de los niveles de compensación y la composición de la misma, antes de impuestos, entre los años 1964 y 1982, ajustados por inflación al año 2016, para 73 grandes compañías de manufactura.<sup>21</sup> Esta muestra de datos sí incluye a las opciones de acciones valuadas por la fórmula Black-Scholes. Visto en términos reales, no se observan grandes variaciones durante este período que estuvo afectado por grandes brotes inflacionarios en los Estados Unidos. Si uno observara la compensación en términos nominales durante este período, vería que en 1964 la mediana de compensación para los CEOs de estas 74 firmas estaba alrededor de \$148.900 dólares, aumentando hasta los \$569.550 dólares hacia 1982, que ajustada por la inflación promedio del período (6,5% anual), la mediana de la compensación realmente aumentó solo un 22,2% en los 18 años, lo que equivale a un 1,12% anual. En 1964, la compensación en opciones valuadas a la fecha de otorgamiento, representaba el 2% del total recibido por los CEOs, mientras que hacia 1981 esta proporción había aumentado al 12%. Tanto el nivel de la compensación como el valor de las opciones tuvieron una caída por la recesión que tuvo lugar entre 1981 y 1982.

<sup>21</sup> Si bien esta muestra de compañías no es significativa, fue la única información histórica con apertura de composición de la compensación de ejecutivos a la que se pudo acceder. De todos modos, se puede considerar que puede darnos una idea de cómo fue evolucionando la compensación de los ejecutivos durante estos años.

El período comprendido entre 1965 y 1980 se caracterizó por un prolongado estancamiento en la economía estadounidense, ayudado en parte por los shocks en el precio del petróleo que tuvieron lugar en los '70s. Si bien se dieron muchas idas y vueltas con la regulación de la compensación de los ejecutivos, especialmente enfocado en las opciones de acciones, la causa principal de la falta de impulso de las opciones estuvo dado por este estancamiento económico. Esto produjo que a muchos ejecutivos que recibían opciones, al tiempo le expiraban sin valor o se cancelaban y volvían a emitir con un precio de ejercicio menor.

La falta de compensación dada por el poco o nulo valor de las opciones durante esos años fue, sin embargo, suplida por otros tipos de compensaciones que empezaron a tener lugar. Estas mismas consistían en planes de incentivos basados en el valor contable de la compañía; planes basados en el desempeño de largo plazo; bonos garantizados, independientes del desempeño; y lo más interesante, “beneficios adicionales”. Dado que los controles de precio recaían sobre la compensación directa que recibían los ejecutivos, las compañías comenzaron a otorgar este tipo de beneficios a los ejecutivos, solventados por los accionistas, que consistían, entre otros, en préstamos a tasas irrisorias, yates, limusinas, aviones privados, clubes de membresía y retiros corporativos en lugares exóticos.

Promediando la década de 1970, este tipo de beneficios empezaron a generar inquietudes en los grupos de accionistas y, sobre todo, en la agencia de recaudación de impuestos. Estos beneficios eran deducidos de las ganancias gravadas de las compañías y no estaban considerados como un ingreso para los beneficiarios. El IRS ejerció presión para incluir como ingresos susceptibles de carga impositiva en los ejecutivos a aquellos beneficios a los que solo accedían los más altos ejecutivos de las compañías. La presión llegó a ser ejercida incluso desde la presidencia de la nación, pero el Congreso accedió a reformar las normas para afectar solo una parte de este tipo de beneficios y resolvió que no serían deducibles para las compañías aquellos relacionados a entretenimiento.

A continuación, fue la SEC quien también empezó a poner el ojo en los beneficios adicionales a los ejecutivos. En 1977 emitió una norma que obligaba a las compañías que actuaban bajo su órbita a exponer en sus estados contables los valores pagados en conceptos de beneficios adicionales. Los resultados de esta apertura de información llamaron aún más la atención de los organismos estatales, por lo que un par de años más tarde la SEC expandió los requerimientos de información sobre este tema. Esto a su vez le permitió al IRS poder auditar de manera más precisa para detectar en qué medida se estaban pagando beneficios que debían ser gravados en cabeza de los ejecutivos.

Especial consideración merece el tratamiento contable de las opciones de acciones como forma de compensación a los ejecutivos. Dado que las opciones a los empleados, formalmente, no eran consideradas como compensación, no se reconocían como gasto a los fines contables. Cuando la práctica de las opciones se hizo más común, el problema radicaba en cómo se debían contabilizar. Como regla general de los principios contables generalmente aceptados, el gasto se debe registrar en el período del devengamiento de los servicios asociados. Por ende, las

opciones deberían contabilizarse como un gasto de los períodos que abarca la vida de las mismas, en relación al valor de la opción al día del otorgamiento.

La primera norma contable en tratar las opciones de acciones en Estados Unidos, en 1972, establecía que el gasto por compensación a ejecutivos debía ser contabilizado cuando, tanto la cantidad de opciones como el precio de ejercicio, eran conocidos o fijados por las partes. La medición del gasto debía ser la diferencia entre el precio de mercado de la acción a ese momento y el precio de ejercicio de la opción establecido. Este *spread* entre precio de mercado y precio de ejercicio que se terminaba reconociendo como gasto, conocido como valor intrínseco de la opción, se debía amortizar o diferir a lo largo del período de restricción, durante el cual el ejecutivo no podía ejercer la opción (que definimos como *vesting period*). Por lo visto, esta norma asumía que el precio de ejercicio debía ser menor al precio de mercado de la acción subyacente al momento de otorgamiento, por lo que, si era igual o mayor, no se reconocía gasto por compensación relacionado a esa opción. Este tratamiento contable deficiente fue una de las causas por las cuales el otorgamiento de opciones por períodos fijos de 5 o 10 años y con precios de ejercicio iguales a los de mercado al momento de otorgar las opciones, se hizo una práctica común y aceptada.

Durante este período de estancamiento económico, una de las maneras que tenían los CEOs de incrementar su compensación, era aumentando el tamaño de la firma. Como hemos visto en secciones anteriores, hay una relación directa y positiva entre compensación y tamaño de la compañía. Dado el estancamiento en la compensación, provocado por opciones que no generaban el valor deseado por los ejecutivos en un contexto de mercado de capitales paralizado, el incentivo de los CEOs estaba dado por buscar la manera de aumentar el tamaño de la compañía con grandes programas de expansión e inversiones.

La expansión de las compañías vista entre los años 1970 y 1982 generó un aumento significativo en la capacidad instalada, en un contexto donde se dieron grandes avances tecnológicos con impactos significativos en la productividad. Por ende, el aumento de la capacidad de producción de las compañías dado por mayores inversiones, sumado al aumento de capacidad dado por el salto de productividad que produjeron las nuevas tecnologías, en un contexto de economía estancada, generó grandes excesos de capacidad en muchas empresas. Teóricamente, las inversiones en compañías con exceso de capacidad son proyectos de valor negativo, porque el capital aplicado a la compañía ex ante ya es suficiente para incrementar la productividad. Tal es así, que una empresa con capacidad ociosa debería poder aumentar la producción con lo que ya tiene, o mantener la producción reduciendo su capacidad. Esto no ocurrió en los '70s, donde los CEOs preferían mantener en pie a los grandes imperios, en buena medida, por sostener o incrementar sus compensaciones, beneficios y prestigio que estos les brindaban.

### 5.3. *El auge de las fusiones y adquisiciones en los '80s*

Hasta entrados los '80s, los ejecutivos venían con pocos incentivos para generar valor para los accionistas. El mercado de acciones estaba estático, por lo que las opciones, que eran el principal componente relacionado al precio de la acción, no brindaban la motivación deseada y terminaban expirando con poco o nulo valor. Los bonos anuales eran el componente vinculado a performance por excelencia, se basaban en resultados contables y en objetivos de presupuesto anuales, no necesariamente de largo plazo. Muchas empresas crecían en tamaño, pero mantenían la misma rentabilidad, acumulando grandes sumas de dinero que no eran reinvertidas en nuevos proyectos y, peor aún, los CEOs eran reticentes a distribuirlas a los accionistas.

A principio de los '80s se empezaron a dar nuevas prácticas en el mercado de capitales que metían presión a los ejecutivos a mejorar el desempeño de sus compañías, entre ellas, el “*hostile takeover*”<sup>22</sup>. Se empezaban a dar casos de éxito de fusiones y adquisiciones donde los nuevos gestores de las compañías adquiridas generaban rápidamente valor para los accionistas alocando eficientemente los recursos. Esto podía consistir tanto en reemplazar a los ejecutivos incompetentes de las compañías adquiridas, como en reducir o vender los activos operativos que no generaban el valor deseado. Muchas veces los ejecutivos de las compañías “*target*” iniciaban maniobras de defensa haciendo recompra de acciones (sobre todo de aquellos accionistas interesados en el *takeover*) o comprando directamente a los competidores. Indirectamente, esto también producía mayor valor en las compañías dado que implicaba reducción de capital en algunos casos, lo que resulta en menor capacidad ociosa, o también la oportunidad para los inversores de reasignar sus recursos en otras alternativas que puedan considerar de su interés.

A la eficiencia proveniente de las fusiones y adquisiciones, se les debe también sumar el efecto producido por los *Leveraged Buyouts* (LBOs). Estos consistían en financiar adquisiciones o en mejorar la estructura de capital de las compañías, utilizando deuda como fuente de capital. Esta deuda era garantizada por los flujos de fondo futuros de las compañías *target*, por lo cual se aplicaban principalmente sobre compañías con flujos de fondos estables o potencialmente significativos. El valor generado por los LBOs estaba dado por la mejora en la estructura de capital de la compañía, que provocaba una reducción significativa en el costo de capital de los proyectos. Esto también servía para disciplinar a los ejecutivos en cuanto al costo del capital y a la aplicación de los flujos de fondos, dado que el costo de la deuda es más explícito y más tangible que el costo del capital propio, que muchas veces era incluso ignorado.

Los ejecutivos menos competentes o resistentes al cambio resultaban los más perjudicados por estas transacciones. Entre las diversas acciones que se llevaban a cabo para protegerse de los *takeovers*, una de las más destacadas innovaciones fue el “*golden parachute*”.

---

<sup>22</sup> En general, el *takeover* hostil se da cuando una compañía intenta adquirir a otra compañía *-target-* haciendo una propuesta directamente a sus accionistas. Se caracteriza por la resistencia a la adquisición por parte del management de la compañía *target* y por la intención del comprador de reemplazar a ese management una vez concretada la adquisición.

Consistían en cláusulas contractuales que establecían que el ejecutivo tendría derecho a cobrar cierta suma de dinero en caso de darse un cambio de control exitoso en la compañía. En la mayoría de los casos, el *golden parachute* tenía un doble disparador que se tenía que accionar en conjunto, uno era el cambio de control en la compañía y otro la pérdida del puesto de trabajo. Pero había otros casos en los que solo el cambio de control era suficiente para gatillar el pago, aunque no hubiera pérdida del puesto de trabajo. Estas cláusulas podrían haber actuado como un incentivo para los ejecutivos a facilitar la adquisición de su compañía y el cambio de control. Pero también podrían haber tenido un efecto desmotivador para los *takeovers*, porque incrementaba el costo de adquisición, en un monto que podía ser muy significativo dependiendo de la cantidad de ejecutivos a los cuales aplicaba.

A raíz de algunos casos que salieron a la luz de cobros millonarios por estas cláusulas, en 1984 el Congreso norteamericano decidió implementar medidas para lo que aparentemente sería desincentivar el uso de los *golden parachutes*. Se estableció que los pagos a ejecutivos que surjan de cambios de control en sus compañías y que superen tres veces la base de cálculo dada por la compensación promedio del ejecutivo, pasaran a ser no deducibles para la compañía por el exceso de esa base de cálculo y a tener una tasa impositiva diferencial para el beneficiario del pago, también por el exceso de la base estipulada. Había mucha ambigüedad en cómo se calculaba la base y preocupación por el salto discrecional en la carga impositiva que se daba en caso de superar esa base, para ambas partes.<sup>23</sup> Sin embargo, en lugar de desincentivar el uso de estas cláusulas, provocó la proliferación de su uso y facilitó la concreción de muchas fusiones y adquisiciones desde su promulgación. También produjo que la medida de “tres veces la compensación de base” se convirtiera en el estándar del mercado para definir el monto del pago a recibir por este concepto, en los contratos de los ejecutivos.

Esta ley también produjo impacto en las opciones de acciones ofrecidas a ejecutivos, dado que acortaban el *vesting period* de las opciones. En caso de cambio de control, una práctica común es que se produzca la “aceleración” de las opciones aún no liberadas para que el ejecutivo pueda ejercerlas sin perderlas. Esto, también era considerado parte del *golden parachute* y, por lo tanto, sujeto al impuesto diferencial mencionado. Por esta razón, si las opciones se liberaban antes de que se concrete el cambio de control y sin que se produzca la aceleración de las mismas, tanto el ejecutivo como la compañía podían reducir el impacto fiscal que generaba el cambio de control haciendo que las opciones tengan períodos de restricción menores. Lo mismo ocurría con las acciones restringidas, se acortaba el período de la restricción para reducir la carga impositiva de estos procesos de *takeover*.

Otro efecto de esta ley en los contratos de los ejecutivos, fue abrir la puerta para establecer indemnizaciones en caso de pérdida de su puesto de trabajo, no solo a causa de un cambio de

---

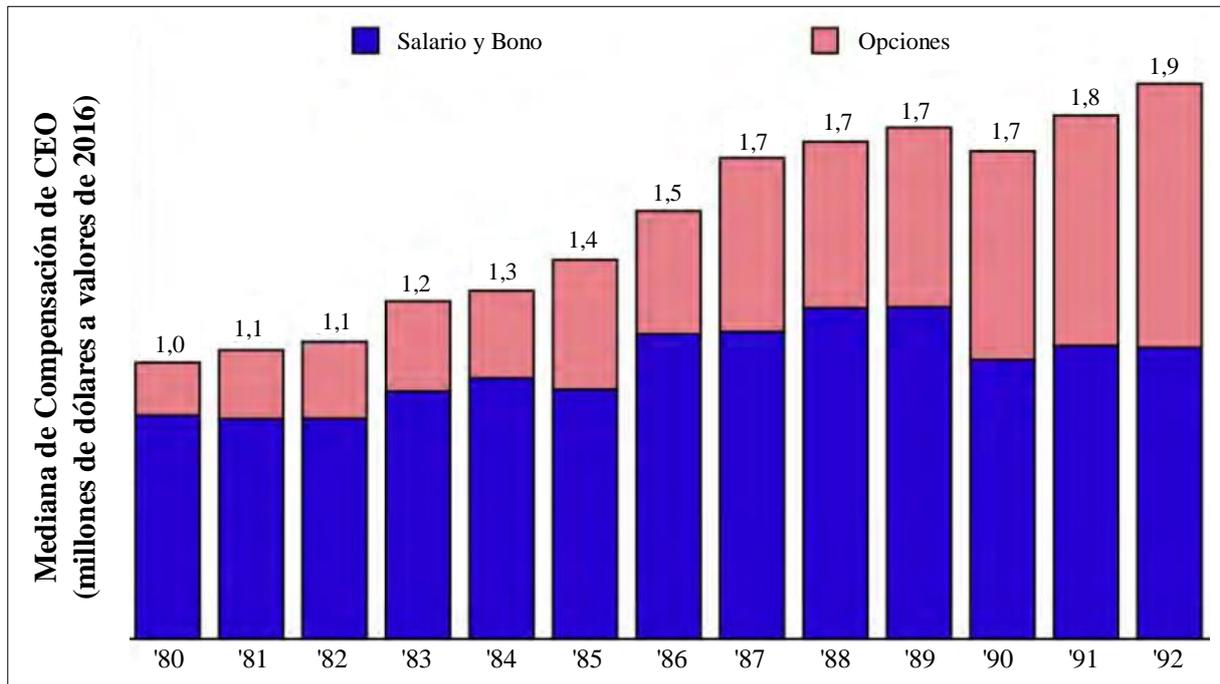
<sup>23</sup> Por ejemplo, si la base de cálculo equivalente a la compensación promedio del ejecutivo era \$1 y por el *golden parachute* se le pagaban \$4, que es más de 3 veces la base de cálculo, la compañía no podría deducir \$3 de esos \$4 pagados y el ejecutivo tendría que pagar impuesto diferencial por esos \$3 que excedían la base de cálculo, aparte de los impuestos ordinarios que tuviera que pagar por el total de \$4 recibido.

control. Se produjo un cambio en los contratos donde se estipulaba un pago indemnizatorio equivalente a tres veces la base de cálculo fijada por la ley, que aplicaba a cualquier causa que produzca la terminación de la relación laboral del ejecutivo con la compañía, incluida la motivada por un cambio de control. Finalmente, la ley terminó impulsando el mercado de fusiones y adquisiciones, acortando el período de restricción en las opciones y acciones restringidas otorgadas a los ejecutivos y estableciendo estándares indemnizatorios en los contratos de los ejecutivos.

A pesar de estos beneficios, en general, los ejecutivos se oponían a los *takeovers* y terminaban por tomar medidas anti-*takeover*, incluso haciendo *lobby* para buscar protección política. Si bien la primera parte de la década de 1980 había sido testigo de una escalada importante en los precios de las acciones y en los mercados financieros en general, en el final la década, precisamente en octubre de 1987, se produjo un escandaloso quiebre en las bolsas de comercio, con caídas de alrededor del 20% en un solo día. Buena parte de las causas fueron adjudicadas a un contexto de alta especulación y de transacciones con altos niveles de apalancamiento. Todo este coctel, llevó a cambios en la legislación estadounidense que empezó a limitar la tenencia de deuda *high-yield* en instituciones de ahorro, bancos comerciales y compañías de seguro, que hizo reducir significativamente las transacciones de fusiones y adquisiciones, en particular de los LBOs.

Los accionistas empezaron a organizarse y se fueron creando organismos de protección a los inversores y accionistas institucionales. Estos organismos, sumados a la corriente académica, enfocaron su preocupación en cómo reorganizar los incentivos del management y alinearlos con el valor creado en la compañía, antes que con los resultados contables o el tamaño de la firma. Esto dio un nuevo empuje al uso de *stock options* como forma de compensación a los ejecutivos, que había quedado relegado en cuanto al porcentaje de la compensación que venía ocupando en las últimas dos décadas. Sin embargo, la compensación en cash de los ejecutivos durante la década de 1980 siguió aumentando en términos reales, solo que empezó a perder peso relativo por el mayor protagonismo que fueron ganando las opciones de acciones.

En el Gráfico 15 se puede ver la evolución de la compensación de los ejecutivos, tanto en nivel como en estructura, para un grupo de compañías que varía anualmente entre 365 y 432 firmas representativas de la población de grandes compañías de Estados Unidos. El período observado es entre 1980 y 1992, valuado a dólares constantes del 2016. El nivel de la compensación indica la mediana de los CEOs de estas compañías calculado por la suma de la compensación en cash (salarios y bonos) más la compensación en opciones, medidas a la fecha de otorgamiento con la fórmula Black-Scholes. El porcentaje de la composición entre Salarios y Bonos y *Stock Options* está calculado en base al promedio de las firmas observadas, por lo que no sería estrictamente comparable con los otros gráficos donde estos porcentajes se sacan en función de la mediana. En este caso, al ser en base a la media, la proporción de opciones de acciones estaría siendo sobreestimada. Se puede ver claramente como la mediana de la compensación total se duplicó en términos reales durante estos doce años, siendo las opciones de acciones la variable que explica el incremento.

**Gráfico 15****Mediana de Compensación de CEOs a valor de fecha de otorgamiento, entre 1980 y 1992**

Fuente: Murphy (2012). Los datos son obtenidos de una muestra de aproximadamente 500 grandes compañías de Estados Unidos. Valores ajustados a 2016 por el *Consumer Price Index*. Incluye salarios, bonos y opciones de acciones valuadas a la fecha de otorgamiento por Black-Scholes.

El *crash* de 1987 redujo fuertemente el valor de las opciones de los ejecutivos, que fue resuelto con el *repricing* de las opciones o con el aumento del tamaño de las opciones cedidas con posterioridad. La recuperación de los mercados financieros no tardó en llegar, a mediados del año 1989 los índices norteamericanos ya habían vuelto a los niveles previos al quiebre y continuó la tendencia a la suba hasta fines de 1990. Para los ejecutivos especialmente, esto produjo importantes ganancias por las opciones recibidas tanto antes como después del quiebre de las bolsas, dado que se encontraban *in-the-money* y ya habían cumplido con el período de restricción. En este contexto, muchas grandes compañías aún estaban en trámites de reestructuración para reducir sus excesos de capacidad, lo que provocaba reducciones de personal y suspensiones, que de vuelta volvían a generar polémica en el gobierno de turno, los sindicatos y los medios en general.

#### 5.4. Explosión de las opciones de acciones en los '90s

La combinación de factores negativos en las compañías, en conjunto con las ganancias que se hicieron los ejecutivos por las opciones *in-the-money*, eran percibidos como si las grandes corporaciones y, principalmente sus ejecutivos, se hacían ricos a costa de los despidos masivos de la clase obrera, lo que se canalizó en un nuevo ataque populista a la compensación ejecutiva al principio de la década de 1990. Ante un viaje del entonces Presidente Bush a Japón, acompañado de los ejecutivos mejores pagos del país, lo que era un intento por concretar

acuerdos comerciales terminó desatando acusaciones masivas a los ejecutivos norteamericanos, fundamentadas en que la falta de competitividad de las compañías estadounidenses comparadas con las japonesas estaba directamente relacionada con la alta disparidad que existía entre las compensaciones de sus ejecutivos.

El debate sobre la compensación de los ejecutivos se instaló en la política cómo uno de los temas de campaña presidencial en 1992. A raíz de ello, se introdujo una nueva legislación para limitar la deducción de impuestos por compensaciones a ejecutivos hasta 25 veces el salario del trabajador menos remunerado y se promulgó la “Ley de Responsabilidad Corporativa” para dar a los accionistas mayores derechos para proponer políticas de compensación. Al mismo tiempo, la SEC amplió los requerimientos de información a exponer en los estados contables de las empresas públicas, que ahora debían contener:

- i- una tabla con el resumen de la compensación de los principales ejecutivos, que incluya los componentes de compensación recibida en los últimos tres ejercicios fiscales;
- ii- descripción de las opciones cedidas, la tenencia de opciones y ejercicio de opciones;
- iii- un gráfico con la evolución del desempeño del precio de la acción de la compañía en comparación con la performance del mercado y de un grupo de referencia durante los últimos cinco ejercicios fiscales; y
- iv- un reporte del comité de compensación que explique la metodología de compensación de la compañía.

Como consecuencia de estos cambios implementados por la SEC, se produjo un incremento significativo en la información disponible sobre compensación ejecutiva. En línea con lo que venimos observando en gráficos anteriores, si volvemos al Gráfico 5 podemos ver cómo la compensación de los ejecutivos se triplicó entre 1992 y 2001, en términos reales a valores de 2016. El gráfico muestra la mediana de la compensación total de los ejecutivos de compañías del S&P 500 y la proporción que representaba cada componente en cada uno de los años, computando a las opciones por su valor a la fecha de concesión según la fórmula de Black-Scholes. El principal conductor de este incremento fue la explosión de las opciones de acciones. La figura muestra cómo el salario de los ejecutivos se mantuvo estable en términos reales a lo largo de todo el período. Los bonos anuales basados en incentivos contables, tuvieron cierto incremento en la primera mitad de los ‘90s y luego se mantuvieron relativamente estables. En cambio, las *stock options*, que a mediados de los ‘90s eran prácticamente equivalentes a los bonos, terminaron explicando más de la mitad de la compensación total de los ejecutivos hacia el año 2000.

En parte, esta evolución se dio por el surgimiento de nuevas empresas de tecnología donde las opciones componían incluso una proporción mayor a la observada en el gráfico. Por otro lado, esta explosión en el uso de opciones se puede explicar por la mayor preocupación de los accionistas en vincular el pago de los ejecutivos con la performance de la compañía, tal cual se

ha mencionado anteriormente. Tras una serie de investigaciones académicas que demostraban que los ejecutivos de las grandes compañías eran recompensados más por el tamaño de la compañía que por el valor agregado a la firma, los accionistas, ahora más organizados, dieron cuenta de que debían reencausar los componentes de la compensación de sus ejecutivos para alinearlos más hacia sus intereses. Quizás, el problema subyacente en esta buena intención por parte de los accionistas, radicaba en que los paquetes de opciones concedidos durante estos tiempos fueron sumamente grandes y, por otra parte, no hubo una reducción de los otros componentes de la compensación que ya venían siendo históricamente elevados.

Otra variante que puede haber impulsado la mayor preferencia de las opciones por parte de los ejecutivos, fue un cambio regulatorio de la SEC. Desde 1991, la obligación de informar a la SEC se daba al momento en que las opciones eran concedidas, mientras que, con anterioridad, esta obligación estaba determinada por el momento en que el ejecutivo ejercía las opciones. Esta sutileza cobraba especial importancia para los ejecutivos, porque desde el momento en que debían informar a la SEC, corría un período de seis meses en los cuales no podían vender las acciones adquiridas por el ejercicio de la opción y, por ende, no podían vender inmediatamente las acciones en el mercado para poder financiar el pago requerido para comprar las acciones al precio de ejercicio. En consecuencia, con posterioridad a este cambio de definición, el período de seis meses de restricción corría desde la fecha de concesión y no desde la fecha de ejercicio. Esto permitía a los ejecutivos, pasados seis meses desde la concesión, vender las acciones al mismo momento en que ejercían las opciones y hacer el *cash-in* sin correr el riesgo de los movimientos en el precio de la acción por seis meses más y sin tener que preocuparse en cómo financiar la compra de las acciones.

En 1993, en respuesta a la presión ejercida por el Presidente Clinton y buena parte del arco político del momento, el Congreso estadounidense estipuló que los pagos a ejecutivos no vinculados a desempeño en exceso de \$1 millón de dólares, eran “no razonables” y, por lo tanto, no serían deducibles de impuestos a las ganancias corporativas. El propósito de la medida era bajar la magnitud de las compensaciones recibidas por los altos ejecutivos. Tanto los bonos atados al desempeño de medidas contables, como las opciones de acciones concedidas con precio de ejercicio igual o mayor al precio de mercado de la acción al momento del otorgamiento, como las acciones restringidas con alguna variable adicional al solo paso del tiempo, calificaban como componentes de compensación basados en performance. En términos generales, solo aplicaban al límite de deducibilidad los pagos en concepto de salario base y de bonos vinculados a medidas de performance discrecionales.

Lejos de provocar un freno en el incremento de los niveles de compensación, de manera similar a lo ocurrido con los *golden parachutes*, lo que terminó pasando es que las compañías se vieron motivadas a otorgar mayor cantidad de opciones de acciones, dado que estas no se veían afectadas por la limitación en la deducibilidad (siempre que hayan cumplido con la pauta del precio de ejercicio). Incluso, mientras que algunas compañías que pagaban a sus ejecutivos salarios base mayores a \$1 millón de dólares los redujeron hasta el tope deducible, muchas otras compañías que pagaban salarios base menores al millón de dólares lo terminaron aumentando

hasta el tope deducible de \$1 millón. Otra adaptación que hicieron las empresas fue rediseñar los planes de bonos discrecionales, si es que los tenían, y transformarlos en bonos que apliquen como vinculados a performance usando fórmulas para su cálculo.

Otra ayuda que tuvieron las opciones de acciones para crecer durante este período vino dada por las normas contables. Desde principio de los '90s, con el ánimo de actualizar el tratamiento contable de las opciones, el FASB tuvo varios intentos de emitir una norma que reconozca el cargo a resultados al valor de mercado (por ejemplo, por la fórmula de Black-Scholes) pero recibió una ferviente oposición de las compañías, organismos institucionales y la comunidad de negocios en general, con la excusa de que ese tipo de normas podría generar un impacto económico negativo muy severo. Finalmente, en 1995 se emitió el FAS 123, que recomendaba (pero no obligaba) reconocer un gasto contable por el valor de mercado de las opciones a la fecha de la concesión, mientras que permitía seguir contabilizando al valor intrínseco como con la norma de 1972. Como era de esperar, solo un puñado de compañías hicieron aplicación del FAS 123.

Este tratamiento contable deficiente colaboraba a sostener la idea de que las opciones de acciones, emitidas para remunerar a los empleados, eran sin costo o a un costo muy bajo. En realidad, el costo de la emisión de estas opciones estaba dado por el costo de oportunidad de emitir las y venderlas en el mercado. Estas opciones, eran de particular interés en las *startups*, porque contaban con poco flujo de dinero para poder compensar a sus empleados e incluso podían deducir de sus impuestos la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio de la opción al momento en que eran ejercidas. Esto generaba entonces una doble ventaja para el uso de opciones, no tenían cargo en resultados que llamen la atención de los inversores y, al mismo tiempo, generaban gastos deducibles en los impuestos corporativos.

El alto impulso que tuvieron las *stocks options* durante estas décadas también se explica por la mecánica de asignación de las opciones y por el mercado alcista del momento. En una encuesta del año 1997 se obtuvieron los siguientes resultados:

- el 40% de las compañías encuestadas otorgaban las opciones a “valor fijo”, esto es que la compensación objetivo del ejecutivo, determinada en función a encuestas de mercado, se divide por el valor la opción que surge de la fórmula Black-Scholes y el resultado es la cantidad de opciones sobre acciones que se otorgan al ejecutivo. Por ejemplo, si la compensación objetivo se fija en \$200.000 y el valor de la opción calculado con Black-Scholes era \$20, se le otorgan opciones sobre 10.000 acciones; en cambio si la opción valiera \$10 se le otorgarían 20.000 opciones;
- otro 40% de los encuestados otorgaban las opciones de acciones por un número de “acciones fijas”, que implica que la cantidad de opciones a ceder se determinaba en una fecha, también en base a encuestas, y se mantenía fijo por varios años;
- y el otro 20% de los encuestados definían el número de opciones a otorgar de diversas maneras.

Esto revela una falla sistémica que había en la manera de definir el número de opciones. En un mercado alcista, si se utiliza el método de “acciones fijas”, el valor de las opciones otorgadas también va a estar en alza porque el número de opciones se mantiene fijo en el tiempo, pero el valor de las opciones se ve incrementado por el aumento en el precio de las acciones, produciendo de esta manera incrementos en el nivel de compensación del ejecutivo. Por otro lado, dado que a las opciones determinadas a “valor fijo” se las define en base a encuestas de mercado y que el mercado de compensación a ejecutivos ya está en alza por el efecto de las opciones otorgadas bajo el método de “acciones fijas”, empuja para arriba la compensación por opciones determinadas por “valor fijo”. Esta mecánica de asignación de opciones de acciones se traduce entonces en un efecto espiral que se potencia con el mercado en alza. El *bull market* de los ‘80s y los ‘90s profundizó esas tendencias y alimentó la preferencia de los CEOs en recibir opciones como compensación (Murphy 1999).

Uno de los argumentos de la teoría del *Managerial Power* era que el aumento estrepitoso de la compensación de ejecutivos se dio por fallas en el sistema de gobierno corporativo, en especial en el proceso de definición de la forma de pago a los ejecutivos y en particular por el uso del *benchmarking*. Pero el *benchmarking* solo pudo haber explicado tal incremento por un shock externo, y ese shock externo vino dado justamente en el incremento de valor de los accionistas. La intención de atar la remuneración de los ejecutivos a los intereses de los accionistas derivó en el uso masivo de *stock options*. El haber descubierto que las opciones iban de la mano con objetivos de corto plazo, que en algunos casos incurrieron en fraude, fue posterior. Así y todo, el uso de las opciones de acciones tuvo un rol fundamental en la mentalidad de muchos ejecutivos para enfocarlos en crear valor para los accionistas (Holmström 2004).

Entonces, parecería que las combinaciones de todos estos factores descriptos fueron dando lugar al auge de las *stock options* como forma de compensación por excelencia, principalmente hacia fines de los ‘90s. No obstante, las opciones de acciones no fueron un beneficio exclusivo para los principales ejecutivos de las compañías. Esta práctica se derramó hacia el resto de los empleados y tuvo su pico de esplendor como forma de compensación en el 2001, previo a la explosión de la burbuja de compañías de internet. Para dar una real dimensión de lo que fueron estos años de moda de las opciones de acciones, se calcula que entre 1992 y 2005, la compañía promedio del S&P 500, había transferido a través de *stock options* aproximadamente el 25% del total del capital circulante hacia sus ejecutivos y empleados (Murphy 2012).

### 5.5. Ajustes en la estructura de la compensación en los años 2000

A principios de la década del 2000, se dieron una serie de fraudes contables que, si bien abarcaron a varias empresas, la bandera del engaño quedó en el nombre de Enron y en la desaparición de una de las firmas de auditoría más grandes de aquel momento, Arthur Andersen.

El Congreso estadounidense actuó rápido y promulgó en 2002 la ley Sarbanes-Oxley, que imponía a las firmas cotizantes bajo la SEC, sus auditores y sus Directorios, la emisión de reportes de control interno orientados a asegurar la veracidad de la información contable que presentan. Sin embargo, también tuvo cierto impacto sobre la compensación de ejecutivos.

Uno de los cambios implementados era prohibir los préstamos de las compañías a los ejecutivos y directores. Estos préstamos eran comunes, por ejemplo, para financiar la compra de acciones o de opciones de la compañía. Otro importante cambio fue la normativa sobre “*Clawback*”, que obligaba al CEO y CFO a devolver el bono cobrado o la ganancia realizada por venta de acciones, si durante los 12 meses posteriores a la presentación de los estados contables anuales se hacía una revisión de los mismos como consecuencia de una falta de conducta. Sin embargo, esta norma fue muy poco aplicada en los años subsiguientes y, cuando se quiso aplicar, fue muy difícil probar que las revisiones de los balances correspondían a una negligencia del CEO y/o el CFO.

Otro hecho polémico de la década del 2000 se dio por el escándalo del “*backdating*” de las opciones. A raíz de una investigación académica, se descubrió una práctica común en varias compañías que deliberadamente falsificaban los acuerdos de opciones con los empleados, con el objetivo de reportar la emisión de opciones como si hubieran sido hechas en una fecha anterior, cuando el precio de la acción había estado en mínimos durante el año. Por lo tanto, las opciones eran reportadas como si fueran emitidas *at-the-money* con un precio que era menor al de mercado al momento del otorgamiento, cuando en realidad eran emitidas *in-the-money*.

Esto era una violación directa a varias normas. Por un lado, evitaba el detalle de la exposición requerida por la SEC cuando las opciones eran otorgadas a un precio distinto al de mercado. Desde el punto de vista contable y antes del cambio de la norma en 2006, las compañías debían reconocer un cargo a resultados por la diferencia positiva entre el precio de mercado de la acción y el precio de ejercicio de la opción, por lo que incurrían en un fraude contable. Además, por el límite de deducibilidad de las compensaciones a ejecutivos de \$1 millón de dólares, si las opciones no cumplían con ciertos requisitos, entre ellos, que el precio de ejercicio sea igual o mayor al precio de mercado a la fecha de concesión, no aplicaban como compensación basada en performance y estaban sujetas a ese límite. Con esta práctica, las compañías incurrían en fraude fiscal por el exceso en la deducción de la compensación por encima de \$1 millón de dólares.

Este tema desató un escándalo en el mundo de los negocios entre el 2007 y el 2010. Muchas compañías fueron investigadas por estas prácticas, de las cuales muchos ejecutivos fueron sometidos a juicio y sentenciados por conductas criminales. Incluso algunos CEOs fueron sentenciados a prisión y al pago de multas millonarias. Buena parte de las compañías investigadas también tuvieron que revisar los balances presentados en la SEC. Para detener esta práctica, en 2006 la SEC cambió las reglas de información y comenzó a requerir el precio de ejercicio de las opciones concedidas, el precio de mercado de la acción al momento de la concesión, la fecha de la concesión, y la fecha en que el Directorio aprobó la concesión de

opciones. Antes de esta norma, las compañías debían informar la fecha de vencimiento de las opciones, pero no la fecha de otorgamiento.

Si nos remitimos de nuevo al Gráfico 5 y observamos cómo fue la tendencia y estructura de la compensación ejecutiva entre 2001 y 2010 en términos constantes a valores de 2016, de todos los gráficos de tendencia vistos hasta el momento, este es el primer período en el cual se observa un estancamiento en la compensación de los ejecutivos, que de hecho en términos reales disminuyó levemente de \$10 a \$9,4 millones de dólares. Adicionalmente, en este período se observa también el cambio en la estructura de compensación. Las opciones fueron dejando de ser el principal componente de la compensación, dando lugar a las acciones restringidas. Las opciones representaban el 53% de la compensación de la mediana del ejecutivo en 2001, mientras que para el 2010 esa proporción sería de alrededor del 20%. En cambio, las acciones restringidas que eran un 8% de la compensación en 2001, pasaron a explicar cerca del 40% hacia 2010.

El porcentaje de compañías que concedían opciones a sus CEOs como forma de compensación pasó de 63% en 1992, al 87% en 2001. Si observamos el Gráfico 7, vemos que ese porcentaje volvió a caer a un 68% en 2011. En cambio, las compañías que brindaban acciones restringidas como manera de compensación a sus CEOs, creció desde un 25% en 1992 hasta un 82% en 2011. Estas tendencias nos dicen que desde el 2006 aproximadamente, más de la mitad de los CEOs del S&P 500 han recibido tanto opciones como acciones restringidas a modo de compensación (Murphy 2012).

La principal causa de la caída del uso de las opciones como forma de compensación de los ejecutivos durante este período viene dada por la caída en los mercados financieros a principios de la década. Los índices bursátiles sufrieron un importante shock con la explosión de la burbuja “*punto-com*” en el 2000 y con el ataque terrorista en Wall Street en septiembre de 2001, que produjeron una caída generalizada de los precios de las acciones hasta mediados de 2003. Esto dejó a muchas opciones en circulación sin valor, que al mismo tiempo causaba rechazo por parte de los ejecutivos en cuanto a forma de compensación por la baja expectativa de suba en los precios de las acciones. Por ello, los ejecutivos empezaron a preferir directamente las acciones restringidas, que por lo menos mantienen cierto valor con el paso del tiempo, siempre y cuando la compañía no entrara en dificultades financieras, antes que las opciones de acciones que corrían el riesgo de que expiraran sin valor.

Es normal que las opciones pierdan preferencia en contextos de índices bursátiles en baja y, por el contrario, ganen terreno en períodos de mercados alcistas. Como hemos visto anteriormente, hubo períodos de baja en los mercados donde la preferencia de la compensación se trasladaba de las opciones hacia los bonos por performance contable, por ejemplo. Lo curioso de esta década, es que desde mediados del 2003 y hasta fines del 2007, los mercados estuvieron en alza y el traspaso de compensación en opciones hacia compensación en acciones restringidas se continuó dando. Los especialistas creen que esto tuvo que ver con cambios en la aplicación de normas contables sobre el tratamiento de las opciones de acciones.

A raíz de los casos de fraudes contables que se produjeron a principios de la década, muchas compañías comenzaron a preocuparse por la calidad de la información contable provista a sus inversores. Buena parte de esta motivación provenía de las mismas compañías, pero también había una dosis de presión por parte de los grupos de accionistas. Fue así como de a poco las compañías empezaron a hacer uso de la recomendación que brindaba el FAS 123, de reconocer un gasto por el otorgamiento de opciones al valor de mercado de la fecha de concesión. Esta tendencia tomó tal escala que, hacia fines del 2004, el FASB revisó la norma y emitió el FAS 123R, con aplicación desde 2006, que ahora si obligaba a las compañías estadounidenses a contabilizar un gasto cuando se otorgaban opciones.

Para el caso de las acciones restringidas, el tratamiento contable seguía siendo el mismo que desde 1972. Las compañías deben reconocer un gasto equivalente al valor de mercado de las acciones concedidas, que se amortizará durante el período en que opere la restricción, para el caso de las acciones restringidas tradicionales (aquellas que se liberan solo por el paso del tiempo). El tratamiento de las opciones ahora era equivalente al de las acciones restringidas, ya que también se debía reconocer un gasto por el valor de mercado de las opciones al momento de la concesión, que deberá amortizarse durante el período en que la opción no sea ejercitable. Esto entonces equiparaba el tratamiento contable de ambos instrumentos, por lo que las compañías decidieron ir por expandir el uso de las acciones restringidas a la vez que moderar el uso de las opciones, en cuanto a la manera de compensar a los ejecutivos (y otros empleados).

Esta nueva norma también le dio impulso a las acciones restringidas basadas en performance, que se liberan cuando se alcanza el objetivo fijado, que puede ser contable, operativo o relacionado al precio de la acción. Sumado al beneficio de relacionar este tipo de compensación a una medida de performance, recordemos también el beneficio fiscal de este tipo de acciones restringidas al no aplicar para el tope de deducibilidad del millón de dólares, en relación con las acciones restringidas tradicionales que si están sujetas a ese tope. La FAS 123R permitía contabilizar este tipo de acciones restringidas por medidas de performance mediante la estimación de un valor de mercado razonable para la acción que, al estar sujeta a un disparador de desempeño, podía ser menor al valor de mercado de la acción sin restricciones y, por ende, el cómputo del gasto también sería menor que el que se devengaría en el caso de acciones restringidas tradicionales.

Las opciones de acciones habían sido un buen instrumento para incentivar a los ejecutivos a maximizar el valor de las compañías a un costo menor que las acciones, siempre que hubiera buenas oportunidades y sean fácilmente identificables para los ejecutivos. El mejor ejemplo de esto fue la reorganización de sociedades que tuvo lugar entre los '80s y '90s. No obstante, las opciones de acciones se volvieron problemáticas en cuanto esas oportunidades eran menos visibles y la conexión entre la gestión de los ejecutivos y los movimientos en el precio de la acción dejaron de ser tan claras. En este caso, es cuando las acciones restringidas comenzaron a verse como una forma de incentivo más estable y menos riesgosa para ofrecer incentivos de largo plazo a los ejecutivos (Holmström 2004).

### 5.6. ¿Qué cambió después de la crisis financiera global del 2008?

En la sección 3 se ha descripto cómo la no linealidad de los planes de incentivos afecta la actitud de las personas frente al riesgo. Especialmente, cuando hay una relación entre compensación y desempeño que es cóncava, el mal desempeño se castiga más de lo que se premia el buen desempeño, por lo que los ejecutivos pueden mejorar su expectativa de bono al reducir la variabilidad de su performance, esto sería, buscar mantener un desempeño estable en el tiempo y sin asumir demasiado riesgo. El caso contrario se daría si la relación fuera convexa, dado que un mejor desempeño potencia la compensación que recibe el ejecutivo, por lo que estaría más dispuesto a asumir más riesgo. En general, se asumía que los Directorios buscaban agregar convexidad a los planes de incentivo de los ejecutivos para vencer la reticencia de los más adversos al riesgo a incurrir en proyectos más riesgosos. Sin embargo, desde la crítica académica se ha sostenido que esa convexidad en los bonos utilizados en el negocio bancario, donde la performance positiva es premiada pero la negativa no se castiga, ha llevado a los ejecutivos a incurrir en riesgos excesivos que terminaron por detonar la crisis financiera global del 2008.

Los ejecutivos podrían haber tenido exceso de incentivos a incurrir en mayor nivel de riesgo, dado por la posibilidad de hacer *cash-in* de sus compensaciones basándose en resultados de corto plazo. El diseño de los contratos no les otorgaba a los ejecutivos incentivos para buscar generar valor de largo plazo para los accionistas, sino a buscar resultados de corto plazo que les permitan maximizar sus funciones de utilidad. Tal es el caso, que los ejecutivos se hicieron de grandes sumas de dinero por los resultados obtenidos años antes de la debacle, pero no tuvieron que devolver esas sumas cuando las operaciones que generaron esos buenos resultados terminando llevando las compañías a su desaparición. Esto no quiere decir que los ejecutivos tomaban decisiones para aumentar el riesgo de sus compañías adrede, sino que los incentivos estaban orientados a obtener resultados de corto plazo al costo de mantener un excesivo nivel de riesgo para la compañía. Probablemente, en un contexto de excesivo optimismo, este tipo de incentivos haya influenciado el comportamiento de los ejecutivos en no percibir realmente ese nivel de riesgo (L. A. Bebchuk, Cohen, y Spamann 2010).

Esta sospecha, que estaba reducida en un principio al sector financiero, pronto fue atribuida a otros tipos de compañías. Ya en 2006, la SEC había empezado a requerir que las compañías detallen los grupos de referencia que se usaban para definir la compensación de sus ejecutivos. A fines del 2009, la SEC nuevamente empezó a requerir a las compañías públicas que detallen las políticas de compensación y las prácticas que podrían incentivar a los ejecutivos a tomar riesgos más allá de lo razonable y que puedan tener efectos negativos en la compañía. Al tiempo, obligó a las compañías a someter a consideración los programas de compensación a ejecutivos en las asambleas de accionistas, de manera no vinculante.

La explosión de la crisis financiera del 2008, que quedó marcada por el quiebre de uno de los bancos de inversión más grandes de aquel momento, *Lehman Brothers*, obligó al sector político a mover piezas rápidamente para evitar que se siga agravando la situación con la potencial caída de otros bancos. En medio de mucha controversia y descontento social, a fines del 2008, el Congreso aprueba una ley para salir al rescate del resto de los bancos más heridos del sistema financiero. Esta ley preveía serias restricciones en lo relacionado a la compensación de los ejecutivos de las compañías que aplicaban al rescate. Se les aplicaba las normas de *Clawback* (que previamente había sido implementada en la ley “SOX” de 2002, aplicable solo a CEO y CFO, ante errores intencionales en medidas contables) a los cinco principales ejecutivos, en caso de inconsistencias materiales en las medidas de performance utilizadas previamente, no solamente contables. Adicionalmente, la deducibilidad impositiva de la compensación de estos top-cinco ejecutivos se reducía a \$500.000 dólares, aplicable a todo concepto y no solamente a aquellos no relacionados a performance. También se les prohibía a estos ejecutivos formular nuevos acuerdos de *golden parachutes*, que estarían limitados a un 300% de las compensaciones gravadas en promedio de los últimos cinco ejercicios fiscales.

A principios de 2009, se produjo mucho revuelo cuando salió a la luz que el banco Merrill Lynch, que se había fusionado al Bank of América en 2008 para evitar la bancarrota, había repartido \$3,6 billones de dólares entre sus 36.000 empleados, antes de completar la fusión. Los 14 que más cobraron se habían llevado \$250 millones y los 149 restantes, unos \$858 millones, no obstante, los principales 5 ejecutivos no habían cobrado bonos por el año 2008. Esto llevó al recién ingresado gobierno de Obama a proponer ampliar las limitaciones previstas en la ley del 2008. A las compañías que habían sido sujetas al rescate se les aplicaría un tope de \$500.000 dólares para compensar a los ejecutivos senior, aunque podrían recibir acciones restringidas (sin límite) que solo podrían ser vendidas una vez que el Estado haya recuperado el capital invertido más sus intereses. Extendía las normas de *Clawback* de los principales 5 ejecutivos a los top-20 y también extendía la limitación de los *golden parachutes* de los principales 5 ejecutivos a los top-10, mientras que los siguientes 25 ejecutivos mejores pagos no podrían recibir este tipo de paquetes en exceso a un año de sus compensaciones.

Finalmente, la propuesta del gobierno sufrió cambios de último momento previo a la aprobación de la ley, que fueron más severas en el aspecto de la compensación ejecutiva. Las normas sobre *Clawback* recaerían ahora sobre los 25 principales ejecutivos y hasta se podía aplicar retroactivamente. En cuanto a los *golden parachutes*, se aplicaba una limitación a los top-10 ejecutivos los cuales no podían recibir ningún tipo de compensación por conceptos indemnizatorios (dejando de lado el tope de 300% de la norma original). Lo más importante, la ley solo permitía dos tipos de compensaciones: el salario base, sin establecer restricción en su magnitud; y acciones restringidas, cuyo valor a la fecha de la concesión no podía ser superior a la mitad del salario base. Explícitamente prohibía a los ejecutivos de las compañías rescatadas a cobrar bonos en relación a performance, bonos por retención o por contratación, acuerdos indemnizatorios y cualquier tipo de compensación basado en opciones de acciones.

En junio de 2009, se reglamentó esta ley que creó la figura del “*Special Master of Executive Compensation*” (a quien en la jerga se lo conocía como el “*Pay Czar*”). El *Special Master* tenía como principal responsabilidad monitorear la compensación de los top-25 ejecutivos de las compañías que habían solicitado especial asistencia al gobierno: *Bank of America, Citigroup, AIG, General Motors, Chrysler*, y las subsidiarias financieras de *GM* y *Chrysler*. Las instrucciones a este funcionario fueron muy ambiguas, dado que se le pedía que aplique políticas de compensación basándose estándares de interés público, dando mucho lugar a la discrecionalidad en su función. En la práctica, básicamente se encargó de hacer caso a las presiones políticas y públicas y bajar de manera drástica la compensación de los ejecutivos de las firmas que eran consideradas como las culpables de la crisis (Murphy 2012).

Un año más tarde, se dictaba la ambiciosa ley *Dodd-Frank* que vendría a aplicar, entre otras cuestiones, una serie de modificaciones sobre la compensación ejecutiva. De entrada, no regularía solamente el pago a los ejecutivos de las compañías que habían sido rescatadas por el Tesoro, sino que sería aplicable a todas las instituciones financieras, sean públicas o privadas. Estas compañías deben publicar cualquier tipo de compensación basada en performance que pudiera generar altos riesgos de pérdidas significativas e informar los planes de compensación que sean excesivos, siendo el ente regulador, el encargado de definir qué se considera excesivo. De los entes reguladores, surge que se prohíbe la compensación a ejecutivos que sean no razonables y desproporcionada en relación a los servicios prestados y, en relación a los bonos, que al menos el 50% sea diferido en por lo menos tres años, con la posibilidad de perder estos montos diferidos en caso de que el desempeño se haya deteriorado.

Otra ampliación de la ley *Dodd-Frank* es en relación a la apertura de información. Como se comentó en la sección 3.9, las compañías públicas ahora deben reportar el ratio que surge de la división entre la compensación anual realizada por el CEO y la mediana de la compensación para el resto de los empleados de la firma (generalmente se refiere a este ratio como “*Pay Ratio*”). Incluso deben emitir un reporte que analice la relación entre la compensación, el desempeño financiero y el desempeño de la acción durante el período. Adicionalmente, las compañías públicas deben tener a sus comités de compensación formados solamente por directores independientes, cuya independencia debe ser explícitamente evaluada en el reporte.

Respecto al *Pay Ratio*, la SEC fue la encargada de emitir la reglamentación que empezará a regir recién a partir de los ejercicios fiscales que inicien con posterioridad al 31 de diciembre de 2016, por lo que los primeros balances en presentar esta información van a emitirse en el año 2018. A pesar de ello, muchas grandes compañías no están aún preparadas para poder cumplir con esta norma. Para las compañías con mano de obra intensiva y personal distribuido en varios países, esta imposición les está provocando algunos inconvenientes en cómo implementar la metodología de cálculo de la mediana de sus trabajadores. Otra preocupación radica en la publicación de esa mediana y el impacto desmotivador que pueda llegar a tener en el 50% del plantel que se encuentre por debajo de ese monto.

Estas dudas y preocupaciones llevaron a la SEC a emitir un comunicado para dar lugar a comentarios, resolver dudas y, si es necesario, modificar la regla.<sup>24</sup> Esto se da en el marco de una iniciativa del gobierno del Presidente Donald Trump por simplificar el marco regulatorio para facilitar el cumplimiento de las innumerables cargas de información pública de las compañías bajo el espectro de la SEC, que es la llamada “*Financial CHOICE Act*”.<sup>25</sup> Entre las propuestas de esta ley estaría eliminar, o al menos simplificar, la obligación de información sobre el *Pay Ratio* (Hall y Polk 2016).

Asimismo, la ley *Dodd-Frank* hace una nueva ampliación de la norma sobre *Clawback* que había implementado la SEC en 2002. Ahora las compañías públicas deben presentar políticas que demuestren cómo van a recuperar los pagos hechos a ejecutivos que se basaron en estados financieros que luego fueron modificados. Se amplía su aplicación a todos los ejecutivos, actuales y pasados, y aplica a pagos realizados hasta tres períodos anteriores al cual fue revisado (mientras que antes era solo durante los 12 meses previos y aplicaba solamente a CEO y CFO) (Bachelder 2015). La SEC, que es la encargada de reglamentar esta norma, ha publicado su propuesta en julio de 2015. Pero a mayo de 2017, esta reglamentación por parte de la SEC aún no ha sido implementada y sigue en discusión.

No obstante, la propuesta de la *Financial CHOICE Act*, de ser promulgada con los artículos actuales, reduciría el espectro de aplicación de los *Clawbacks*. Esto solo aplicaría a ejecutivos, actuales y pasados, que hayan tenido control o autoridad sobre los reportes financieros que fueron sujetos a revisión. A pesar de ello, muchas compañías están implementando sus propias políticas de *Clawback*, independientemente de la regulación, con el objetivo de recuperar las compensaciones otorgadas sobre rendimientos que se basaron en medidas de desempeño que fueron revisadas, siguiendo las prácticas de algunas instituciones financieras europeas. Esta iniciativa de las compañías parecería ser una tendencia que se va a ir proliferando (Hall y Polk 2016).

Hay otros aspectos sobre compensación ejecutiva de la ley *Dodd-Frank* que son aplicables a todas las compañías públicas. Uno de ellos es la obligación del Directorio de someter a una votación no vinculante de los accionistas a los programas de compensación ejecutiva (comúnmente llamado “*Say-on-Pay*”). Este tipo de normas ya habían sido implementadas en otros países desde 2002, como Australia, Dinamarca, Francia, Portugal y Suecia. Incluso en Holanda, Noruega y España, el voto de los accionistas es vinculante. Particularmente en Reino Unido, desde octubre de 2013, las compañías públicas deben presentar un reporte anual con la remuneración de los miembros del Directorio, sean ejecutivos

<sup>24</sup> “SEC.gov | Reconsideration of Pay Ratio Rule Implementation”.

Link: <https://www.sec.gov/news/statement/reconsideration-of-pay-ratio-rule-implementation.html>

<sup>25</sup> La ley “*Financial CHOICE Act*” fue presentada al Congreso por el *Financial Services Committee* y, a mayo de 2017, aún se encuentra en debate. Los objetivos de la propuesta se sustentan en siete principios básicos orientados a brindar mayor libertad a los agentes económicos, facilitar y transparentar el cumplimiento de las reglamentaciones, tanto a compañías como individuos. Uno de los principales propósitos de esta propuesta es dismantelar buena parte de la ley *Dodd-Frank*. Se puede leer los detalles de la presentación en <http://financialservices.house.gov/choice/>.

o no ejecutivos, solicitando a los accionistas el voto vinculante sobre la política de remuneración cada tres años.<sup>26</sup>

Respecto a las modificaciones que implementaría la *Financial CHOICE Act* sobre el *Say-on-Pay*, el voto de los accionistas sería obligatorio y no vinculante solo cuando se produzcan cambios materiales en el plan de compensación de la compañía. No obstante, esta regla ya es una práctica de gobierno corporativo bastante aceptada, que sirve a los accionistas para poder expresarse sobre las prácticas de compensación sin intervención de los directores. Esto implica que es probable que el *Say-on-Pay* no vaya a dejar de ser aplicado en la práctica, independientemente de los cambios regulatorios que finalmente imponga la nueva ley (Hall y Polk 2016).

De acuerdo a la opinión de algunos especialistas, esta norma hizo que los Directorios sean más cuidadosos en cuanto a la selección de las compañías de referencia, dado que las aprobaciones menores a un 70% ya se consideran preocupantes y llevan a los directores a tener que reunirse con los accionistas para tratar de aclarar las dudas más en detalle sobre los paquetes de compensación. De todos modos, los resultados demuestran que la gran mayoría de las compañías que han presentado estos reportes, han recibido una amplia aprobación por parte de los accionistas. En 2016, el promedio de aprobación de los paquetes de compensación por parte de los accionistas fue de un 93%, donde solo el 1% de las compañías no tuvo la aprobación mayoritaria de los accionistas.<sup>27</sup>

El *Say-on-Pay* también les dio mayor relevancia a los servicios especializados hacia accionistas institucionales que prestan consultoras como *Institutional Shareholder Services* (ISS) y *Glass Lewis*, entre las más grandes. Estas consultoras emiten anualmente guías sobre las consideraciones que tienen que tener los accionistas a la hora de votar sobre los planes de compensación de sus compañías. Aparte de los servicios que requieren los inversores institucionales para cumplir con su responsabilidad fiduciaria, las recomendaciones de estas consultoras se han hecho muy populares, al punto tal que las mismas compañías prestan atención a sus guías a la hora de hacer sus propuestas de compensación, de manera de minimizar el riesgo al rechazo de sus accionistas. Hay estudios que demuestran que las recomendaciones de estas compañías de hecho afectan los resultados de las votaciones sobre la compensación de ejecutivos, así como también hay académicos que critican la metodología que usan para sus guías y recomendaciones (Murphy 2012).

Cuando observamos la evolución de la compensación de ejecutivos durante los últimos cinco años (Gráfico 6), vemos que los componentes cash (salarios y bonos) se mantuvieron relativamente constantes, mientras que el leve aumento que se dio en términos reales está explicado por componentes basados en acciones, especialmente en acciones restringidas. Del análisis del Gráfico 2 hemos visto que, con posterioridad a la crisis del 2008, el nivel de la

<sup>26</sup> “European Corporate Governance Developments”. 2013. Towers Watson.

<sup>27</sup> Según información publicada por *Bloomberg*.

Link: <https://www.bloomberg.com/quicktake/executive-pay>

compensación ejecutiva valuada a fecha de otorgamiento aumentó, pero no siguió la misma correlación con el S&P 500 que tuvo hasta el 2000. Lo mismo ocurrió con el análisis del Gráfico 3, la compensación realizada de los ejecutivos, que históricamente tuvo más correlación con el S&P 500, de alguna manera se desacopló de esa tendencia luego del 2008 cuando el S&P 500 tuvo un incremento tal que superó los 2000 puntos. No hay una causa específica que pueda explicar esta desconexión entre el nivel de compensación total y la tendencia del mercado de acciones, sino que parecerían ser varios los factores que se entrelazan.

Asimismo, hemos observado que fue cambiando el mix de la composición de la compensación en dos etapas. Desde el 2006, fueron perdiendo ponderación las opciones en favor de las acciones restringidas. Luego, por la renovada preocupación de los inversores en vincular el pago al desempeño, las acciones restringidas en base a performance fueron ganando más lugar aún, en detrimento de las opciones (ver Gráfico 7). Las acciones restringidas, vinculadas al paso del tiempo, siguieron siendo usadas más o menos en la misma proporción, dado que su objetivo está más asociado a la retención de los ejecutivos y no directamente a su performance. En cambio, las acciones restringidas por performance fueron el instrumento preferido de las consultoras de inversores institucionales, que orientaron en este sentido su recomendación a este tipo de accionistas. Más aún, desde 2013, estas consultoras vienen manifestando explícitamente que no consideran a las opciones de acciones como un vehículo de pago basado en performance de largo plazo, lo que colabora con la baja paulatina de este instrumento en los contratos de compensación (Equilar 2016).

La mayoría de los especialistas coinciden en que la causa de la mayor ponderación de acciones restringidas en la estructura de compensación, se dio inicialmente por el cambio en el tratamiento contable de las opciones desde 2006, que equiparó la carga a resultados para ambos instrumentos. Como las acciones restringidas por performance son más estrictas que las opciones para llegar a ser cobradas, y a su vez, tienen menos volatilidad, fueron morigerando el nivel de la compensación total de los ejecutivos. Agregado a esto, se pueden adjudicar estos cambios a la mayor presión ejercida por los inversores en busca de alinear la compensación de los ejecutivos hacia sus intereses. Esto último se vincula directamente a la implementación de la ley *Dodd-Frank* sobre el voto no vinculante de los accionistas y a las guías de pago por desempeño que emiten las consultoras que prestan servicios especializados a los accionistas institucionales. Existen trabajos académicos que han demostrado que el *Say-on-Pay* ha tenido un efecto regulador en los niveles de compensación. Aunque la mediana haya seguido teniendo un leve incremento con posterioridad a su implementación, esa tasa de crecimiento viene siendo mucho menor que en períodos anteriores y, en la parte alta de la distribución de compensaciones, desde el percentil 90°, se observa que el nivel de compensación se mantuvo estable en términos reales (Kay 2017).

## 6. Conclusión y Consideraciones Finales

En una descripción detallada de los componentes de la compensación, se pudo ver la importancia del salario base por su efecto multiplicador, dado que es la base de cálculo por excelencia. También se vio el problema de efecto espiral que se genera por la determinación de este componente en base a promedios de la industria o el mercado. Se ha hecho una descripción de los problemas que genera la no linealidad en los programas de incentivos. En especial, los típicos bonos anuales tienen esquemas de incentivos no lineales que generan efectos adversos. Esto se puede resolver, por ejemplo, extendiendo el plazo de evaluación del desempeño a más de un período, o difiriendo el pago del bono en uno o más períodos, sujeto a que el desempeño alcanzado que acreditó el bono siga siendo consistente en el futuro. Las normas sobre *Clawback* pueden colaborar en este sentido, aunque siempre está la dificultad práctica de hacer que el ejecutivo reintegre la parte del bono que corresponda. Otra manera podría ser dar lugar a la generación de bonos negativos, cuando no se cumple alguna medida de performance, que serían descontados con futuros desempeños positivos.

En la descripción de los componentes vinculados al *equity*, se hizo especial hincapié en las particularidades de las opciones de acciones. Hemos visto las distintas variables que complejizan el cálculo de su costo, tomando como referencia la fórmula Black-Scholes. Lo más importante de analizar como componente de la compensación de ejecutivos, está en la problemática de los incentivos que generan las opciones por su exposición asimétrica al riesgo, dado que, a mayor volatilidad, mayor valor capturan las opciones. En cuanto a las acciones restringidas, se pudo ver que son más simples que las opciones y por ende más fácil de percibir su valor. Este último componente es el más relevante en la mediana de la compensación hoy en día, sobre el cual se está avanzando en el uso del cumplimiento de medidas de desempeño específicas para liberar la restricción.

Luego se analizó la tendencia histórica del nivel de compensación y su comparación con el índice S&P 500. Al ver los gráficos de los componentes de la composición, fue fácil concluir que la fuerte aceleración del nivel de compensación ocurrida a mediados de los '90s se explica por las opciones de acciones. Aunque luego se vio que en los últimos 10 años el nivel de compensación no aumentó sustancialmente, pero sí cambió el mix de los componentes que la conforman, ponderando más a las acciones restringidas en reemplazo de las opciones. Estas tendencias se dieron tanto para las grandes empresas del S&P 500, como para pequeñas y medianas, aunque con una diferencia importante en el total de la compensación.

Se hizo también una breve descripción del proceso de definición de los paquetes de compensación de los ejecutivos. Aunque la aprobación final está a cargo del Directorio, en este proceso intervienen el Comité de Compensación, que muchas veces está integrado incluso por el CEO, una consultora especializada en compensación ejecutiva y el departamento de recursos humanos de la compañía. La dinámica de este proceso ha sido muy criticada por los defensores de la teoría del *Managerial Power*, dado que infieren que es aquí donde el CEO hace uso de su poder para sacar su mejor tajada. Si bien esto no es tan evidente, sí se sabe que, cuando hay

diferencias en una decisión, hay una cierta tendencia a que esa decisión se termine tomando en favor del CEO.

A continuación, se hizo el intento de analizar la relación entre la compensación del ejecutivo y el desempeño de la compañía, medido por las variaciones en el precio de la acción. Se vio la complejidad y los distintos supuestos que se pueden hacer para el cálculo. Se concluyó que la mayor porción de sensibilidad está explicada en gran medida por las opciones y el gran volumen que tuvieron hasta mediados de los 2000. Se realizó un análisis de relación entre compensación y volatilidad en el precio de la acción, haciendo énfasis en cómo la volatilidad le agrega valor a la opción de compra de acciones y genera incentivos a los ejecutivos a una exposición al riesgo excesiva. Especialmente, con anterioridad a la crisis del 2008, se vio que el cambio de valor en las opciones por cada aumento porcentual en la volatilidad era bastante alto, lo que indica que el aumento del riesgo pagaba muy bien.

Una manera de ver el grado de poder que puede tener un CEO podría ser el análisis de la relación entre rotación de CEOs y desempeño. De las investigaciones académicas surge que hay una relación positiva entre nivel de rotación y mal desempeño de la compañía, pero que representa una probabilidad muy baja como causa de salida. La mayor probabilidad de salida es a causa del retiro por edad. Lo que si se observa que viene incrementando es la manera de reemplazar a los CEOs, que se hace cada vez más con personas ajenas a la empresa en lugar de promover a sus propios ejecutivos. Esto puede brindar efectos negativos en la motivación de los ejecutivos que ven como lejana la posibilidad de ser promovidos al cargo máximo de la compañía.

Vimos que la evaluación de desempeño relativa (RPE), que tiene un fuerte sustento en la teoría de agencia, puede ser una buena práctica a la hora de diseñar los contratos. Se hizo un análisis detallado de cómo se pueden definir parámetros para eliminar los efectos externos en el desempeño de la compañía y tratar de obtener, de la manera más aproximada posible, el desempeño atribuible al management. Las investigaciones demuestran que el uso de RPE se está extendiendo cada vez más, aunque también se observó que hay una aplicación no lineal de esta herramienta, dado que cuando el desempeño de la industria y de la compañía son malos, no se castiga a los ejecutivos en la misma magnitud en que se los premia cuando algunas de las dos variantes mencionadas tienen un buen desempeño.

Al ver el ranking de compensación de ejecutivos a nivel internacional, ordenado por las 25 economías más importantes del mundo, resultó que los ejecutivos de Estados Unidos ganan 2,6 veces más que el promedio del resto de los países, seguidos por Suiza y Gran Bretaña. Aunque este tipo de rankings son generalmente muy difundidos, no es apropiado sacar conclusiones tan fácilmente al comparar los pagos a los CEOs de distintos países, dada la innumerable cantidad de variables que afectan tal comparación. Los estudios que han hecho el análisis incluyendo variables de ajuste, han demostrado que el premio que se paga a los ejecutivos norteamericanos en relación al resto de los países no es significativo y se explica por las diferencias en el sistema de gobierno corporativo y la exposición al riesgo. También se

observa que esa brecha se va reduciendo con el paso del tiempo, como producto de la globalización y la mayor similitud en las estructuras de las organizaciones.

Otra medida que siempre se encuentra en los titulares de los diarios es el ratio entre compensación de CEO y remuneración del trabajador promedio. Es una medida que es muy usada como parámetro de inequidad social y que generó mucha polémica a mediados de los '90s, cuando se disparó la compensación de los ejecutivos. Se ha visto que la principal causa del aumento de esta relación es la mayor proporción de compensación en instrumentos basados en acciones. De hecho, en el Gráfico 12 se ve claramente como cae el ratio al momento de las dos crisis financieras, de 2001 y 2008, a causa de la caída en el precio de las acciones. La medida se ha hecho tan popular, que en poco tiempo será obligación para las compañías públicas informarlo en sus balances de presentación anuales.

En las dos teorías que hemos repasado, cada una hace un diagnóstico de la problemática de la compensación y ofrece una solución para resolverla. En la literatura revisada, muchas veces estas posturas se muestran de manera antagónica, como si compitieran a ver cuál está en lo cierto. En mi opinión, ambas teorías son complementarias. Creo que es necesario obtener la mayor cantidad de información posible de información respecto al rendimiento de cada ejecutivo, que se justifique específicamente por su desempeño y capacidad individual, para poder diseñar un contrato que le ofrezca los incentivos correctos dentro del marco de un sistema de gobierno corporativo eficaz para detectar desvíos respecto a los intereses de los accionistas. Es fácil decirlo, pero aún queda camino por recorrer en una idea que pueda justificar de manera coherente la tendencia histórica de la compensación ejecutiva y sus errores pasados, en orden de poder ofrecer una solución concreta.

Se pudo ver también una evolución histórica de la compensación ejecutiva desde principios del siglo XX. El objetivo de esa sección estaba en mostrar cómo se fueron dando los cambios en la forma de remunerar el trabajo de los ejecutivos en los diferentes contextos históricos. Estos cambios se fueron dando por distintos motivos, que se pueden agrupar en la mayor preocupación de los accionistas en incentivar a los gestores de su dinero y la intervención de los organismos estatales por tratar de morigerar el aumento en los niveles de compensación. Se demuestra que los cambios en la compensación de los ejecutivos se dieron tanto en el nivel total como en la estructura de los contratos.

Se ha visto cómo la intervención del gobierno ha tenido mucha incumbencia en los cambios de tendencia de la compensación ejecutiva. Muchas veces las reacciones de los gobiernos se dispararon a raíz de la percepción de que los ejecutivos se hacían ricos a costa de la clase trabajadora. Otras veces la intervención surgió luego de una crisis financiera, en virtud del descontento social, aplicando regulaciones que se escribían en pocos días. En varias ocasiones estas intervenciones no generaron los efectos deseados, o incluso empeoraron la situación por alguna otra variable no prevista. El problema no es la intervención en sí, sino la reacción ex post sin un claro horizonte en las medidas de regulación, más que limitar el aumento de los niveles de compensación y calmar los ánimos sociales. Sería más provechoso estructurar

normas más a conciencia y con un objetivo bien marcado, para que la compensación de los ejecutivos esté lo más vinculada posible a la generación de valor, que se premie el talento, que favorezca el desarrollo de las compañías y que penalice el mal desempeño.

Si uno imagina la medida perfecta para medir el desempeño de un CEO, esta sería la medida de la contribución personal del CEO en el incremento de valor de la firma. Aunque esta idea es algo utópica, porque hay que entender que el aporte del ejecutivo a la compañía también incluiría la motivación y los efectos que genera él mismo sobre el resto de las personas dentro de la organización, e incluso el efecto de sus actos en el presente sobre el desempeño de la compañía en el futuro. En la práctica, tal contribución es imposible de medir directamente, lo que nos hace caer en medidas de performance que seguramente no incluyen muchas otras maneras en la que el ejecutivo crea valor para la compañía, al mismo tiempo que sí incluyen efectos producidos por factores externos que no son directamente atribuibles al mérito o esfuerzo del ejecutivo, o se incurre en medidas que precisamente fallan al momento de evaluar el desempeño del CEO. Entonces, el desafío estaría en encontrar las medidas de desempeño que capturan las contribuciones más importantes de un CEO, reconociendo que no serán perfectas para medir todo el valor creado y cuidando que a su vez no produzcan efectos no deseados para la compañía.

Respecto al objetivo de este trabajo, podemos concluir que, en los años posteriores a la crisis financiera del 2008 y una vez recuperado el mercado financiero, la compensación ejecutiva fue sufriendo cambios paulatinos en dos frentes. Primero, en la estructura de los contratos de compensación, que ya había comenzado a mediados de la década del 2000, reduciendo la proporción de opciones y favoreciendo la proporción de acciones restringidas, pero que tuvo una segunda instancia, con un incremento de las acciones restringidas atadas a performance como forma preferida de compensación. Segundo, en el nivel de compensación que, si bien no bajó y se mantuvo en los niveles históricos elevados posteriores al 2000, no acompañó el asombroso incremento que tuvieron los precios de las acciones desde el 2011 hasta estos días.

Se hace difícil poder explicar estos cambios apoyándonos en solo una de las dos teorías vistas en la sección 4. La teoría de contratos eficientes podría argumentar que las acciones restringidas por medidas de performance proveen una relación más lineal entre la compensación y el riesgo de las compañías que las opciones, por lo que podrían brindar mejor información sobre las decisiones del ejecutivo. No obstante, dado el desacople que se observa con la tendencia de los precios de las acciones, no parece haber incrementado la sensibilidad de la relación entre compensación y performance de la compañía. Por parte de la teoría del *Managerial Power*, dada la flexibilidad de esta teoría, es tan difícil refutar su reclamo de mayor intervención de los accionistas, como ambiguo de reconocer que hubo un cambio significativo en el sistema de gobierno corporativo que haya limitado el poder del CEO. En todo caso, en virtud de los cambios regulatorios, podría decirse que se limitó el poder del CEO y que esto de alguna manera haya podido explicar la caída en la tasa de crecimiento del total de la compensación, pero no podría argumentarse el cambio en los componentes de la compensación.

Los disparadores de estos cambios parecen ser una combinación de varios factores correlacionados. La crisis financiera despertó (como siempre en cada crisis) la preocupación de la sociedad en general y de los accionistas en particular, por prestar mayor atención a los incentivos que se brindan a los ejecutivos. El riesgo de una crisis sistémica en el sistema financiero y la necesidad del gobierno de intervenir en el salvataje de bancos para evitar un mal peor, generó aún mayor indignación de los ciudadanos que demandaron a los políticos cuidar minuciosamente el dinero de sus impuestos. La respuesta de la política fue la promulgación de la ley *Dodd-Frank*, que permitió morigerar el nivel de la compensación total de los ejecutivos por el efecto del mayor escrutinio de los inversores, especialmente por el *Say-on-Pay* y que ejerció mayor presión en los directores sobre el monitoreo de la compensación de los ejecutivos. A esto último se debe agregar el servicio de consultoría especializado hacia inversores institucionales, que les ofreció más herramientas a los accionistas para poder evaluar los programas de compensación de manera más integral y que fue determinante para el cambio en la composición de la estructura de los contratos.

## 7. Bibliografía y Referencias

- Bachelder, Joseph. 2015. “The SEC Proposed Clawback Rule”.  
<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/28/the-sec-proposed-clawback-rule/>.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen, y Holger Spamann. 2010. “The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”. *Yale Journal on Regulation*.
- Bebchuk, Lucian, y Jesse Fried. 2003. “Executive compensation as an agency problem”. *The Journal of Economic Perspectives* 17 (3): 71–92.  
<http://www.ingentaconnect.com/content/aea/jep/2003/00000017/00000003/art00004>.
- Bebchuk, Lucian, y Jesse Fried. 2004. *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Bebchuk, Lucian, y Jesse Fried. 2005. “Pay Without Performance: Overview of the Issues”. SSRN Scholarly Paper ID 761970. Rochester, NY: Social Science Research Network.  
<https://papers.ssrn.com/abstract=761970>.
- Bogle, John C. 2008. “Reflections on CEO compensation”. *The Academy of Management Perspectives* 22 (2): 21–25. <http://amp.aom.org/content/22/2/21.short>.
- Byun, Sanghyuk. 2014. “The Effects of Abnormal Executive Pay Dispersion: Evidence from Firm Performance and Executive Turnover”. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 43 (5): 621–48. doi:10.1111/ajfs.12062.
- Cheng, Ing-Haw, Harrison Hong, y Jose A. Scheinkman. 2010. “Yesterday’s heroes: Compensation and creative risk-taking”. National Bureau of Economic Research.  
<http://www.nber.org/papers/w16176>.
- Connelly, Brian L., Katalin Takacs Haynes, Laszlo Tihanyi, Daniel L. Gamache, y Cynthia E. Devers. 2016. “Minding the Gap: Antecedents and Consequences of Top Management-To-Worker Pay Dispersion”. *Journal of Management* 42 (4): 862–85.  
doi:10.1177/0149206313503015.
- Equilar. 2016. “2016 CEO Pay Trends”. <https://www.meridiancp.com/wp-content/uploads/Equilar-CEO-Pay-Trends-Report.pdf>.
- Equilar. 2016. “CEO Pay Ratio: Expected Impact on Employee Sentiment”.  
<http://www.equilar.com/blogs/143-ceo-pay-ratio.html>.
- Fermo, Germán. 2015. “Evaluación de Proyectos con Opcionalidad Real”. Notas de clase. Maestría en Finanzas. Universidad Torcuato Di Tella.
- Fermo, Julio. 2015. “Finanzas Corporativas”. Notas de clase. Maestría en Finanzas. Universidad Torcuato Di Tella.
- Fernandes, Nuno, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, y Kevin J. Murphy. 2012. “Are US CEOs paid more? New international evidence”. *Review of Financial Studies*, hhs122.  
<http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2012/12/17/rfs.hhs122.short>.

- Forbes. 2016. “The World’s Highest Paid Athletes 2016”. <http://www.forbes.com/athletes/>.
- Forbes. 2016. “The World’s Highest-Paid Actors 2016”. <http://www.forbes.com/actors/>.
- Ganapolsky, Eduardo. 2015. “Aplicaciones de Información Asimétrica a Finanzas Corporativas”. Notas de clase. Maestría en Finanzas. Universidad Torcuato Di Tella.
- Greenburg, Zack O’Malley. 2016. “The World’s Highest-Paid Musicians Of 2016”. *Forbes*. <http://www.forbes.com/sites/zackomalleygreenburg/2016/11/30/the-worlds-highest-paid-musicians-of-2016/>.
- Hall, Joseph, y Davis Polk. 2016. “Predictions on Dodd-Frank’s Executive Compensation Provisions”. <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/14/predictions-on-dodd-franks-executive-compensation-provisions/#1b>.
- Holmström, Bengt. 1979. “Moral Hazard and Observability”. *The Bell Journal of Economics* 10 (1): 74–91. doi:10.2307/3003320.
- Holmström, Bengt. 2004. “Pay without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment”. *Journal of Corporation Law* 30: 703. <http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/jcorl30&id=713&div=&collection=>.
- Holmström, Bengt, y Paul Milgrom. 1987. “Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives”. *Econometrica*. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edsjrs&AN=edsjrs.10.2307.1913238&lang=es&site=eds-live&scope=site>.
- Ibáñez-Frocham, Martín, e Ivana Thorton. 2015. “Remuneración de Ejecutivos: Tendencias en América Latina”. Mercer.
- Jiménez-Angueira, Carlos E., y Nathan V. Stuart. 2015. “Relative Performance Evaluation, Pay-for-Luck, and Double-Dipping in CEO Compensation”. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 44 (4): 701–32. doi:10.1007/s11156-013-0423-3.
- Kay, Ira. 2017. “Did Say-on-Pay Reduce or ‘Compress’ CEO Pay?” <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/27/did-say-on-pay-reduce-or-compress-ceo-pay/>.
- Melin, Anders, y Caleb Melby. 2015. “Executive Pay”. Bloomberg View. <https://www.bloomberg.com/view/quicktake/executive-pay>.
- Melin, Anders, y Jeremy Scott Diamond. 2015. “How Companies Justify Big Pay Raises for CEOs”. *Bloomberg.com*. <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-executive-pay-peer-groups/>.
- Melin, Anders. 2017. “These Are the Top 10 Highest-Paid Executives for 2016”. *Bloomberg.com*. <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-highest-paid-ceos/>.

- Melin, Anders, y Wei Lu. 2016. “The Best and Worst Countries to Be a Rich CEO”. *Bloomberg.com*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-16/ranking-where-to-work-to-be-a-rich-ceo-or-richer-than-neighbors>.
- Mishel, Lawrence, y Jessica Schider. 2016. “Stock market headwinds meant less generous year for some CEOs”. *Economic Policy Institute*. <http://www.epi.org/publication/ceo-and-worker-pay-in-2015/>.
- Murphy, Kevin J. 1999. “Executive compensation”. *Handbook of Labor Economics* 3: 2485–2563. doi:10.1016/S1573-4463(99)30024-9.
- Murphy, Kevin J. 2012. “Executive compensation: Where we are, and how we got there”. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2041679](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679).
- Park, Hyungshin, y Dimitris Vrettos. 2015. “The Moderating Effect of Relative Performance Evaluation on the Risk Incentive Properties of Executives’ Equity Portfolios”. *Journal of Accounting Research* 53 (5): 1055–1108. doi:10.1111/1475-679X.12092.
- Pernice, Sergio, Mariano Fernandez, y María Alegre. 2004. “Quantifying Latin American firms’ exposure to external factors”. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1009282](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1009282).
- PricewaterhouseCoopers. 2013. “Guide to Accounting for Stockbased Compensation. A Multidisciplinary Approach”. [https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc\\_stock\\_based\\_2013.pdf](https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc_stock_based_2013.pdf).
- Securities And Exchange Commission. 2017. “SEC.gov | Reconsideration of Pay Ratio Rule Implementation”. <https://www.sec.gov/news/statement/reconsideration-of-pay-ratio-rule-implementation.html>.
- Securities And Exchange Commission. 2015. “SEC.gov | SEC Adopts Rule for Pay Ratio Disclosure”. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-160.html>.
- Towers Watson. 2013. “European Corporate Governance Developments”.
- Towers Watson. 2015. “CEO pay in the Eurotop 100”.
- Urban, Daniel. 2016. “The Effects of Culture on CEO Power: International Evidence from Executive Turnover”. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2694578](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2694578).
- Xu, Jing. 2016. “Executive Officer Turnover”. [https://acfr.aut.ac.nz/\\_data/assets/pdf\\_file/0016/57202/Jing-Xu-V2-UNSW.pdf](https://acfr.aut.ac.nz/_data/assets/pdf_file/0016/57202/Jing-Xu-V2-UNSW.pdf).

## 8. Anexos

Tabla 5

Tabla de Datos Utilizados en los Gráficos de Compensación Total

Año de medición:	Gráfico 3		Gráfico 5		Gráfico 6		Gráfico 8		Gráfico 13		Gráfico 14		Gráfico 15	
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)	
	2015	2016	2011	2016	2015	2016	2011	2016	2011	2016	2011	2016	2011	2016
1940									\$2,2	\$2,4				
1941									\$2,2	\$2,4				
1942									\$2,0	\$2,1				
1943									\$1,9	\$2,0				
1944									\$1,8	\$1,9				
1945									\$1,8	\$1,9				
1946									\$1,7	\$1,8				
1947									\$1,5	\$1,6				
1948									\$1,6	\$1,7				
1949									\$1,7	\$1,8				
1950									\$1,8	\$1,9				
1951									\$1,7	\$1,8				
1952									\$1,8	\$1,9				
1953									\$2,0	\$2,1				
1954									\$2,1	\$2,3				
1955									\$2,6	\$2,8				
1956									\$3,0	\$3,2				
1957									\$2,7	\$2,9				
1958									\$2,2	\$2,4				
1959									\$2,5	\$2,7				
1960									\$2,6	\$2,8				
1961									\$2,5	\$2,7				
1962									\$2,6	\$2,8				
1963									\$2,3	\$2,5				
1964											\$1,1	\$1,2		
1965	\$0,8	\$0,9									\$1,2	\$1,3		
1966	\$0,9	\$0,9									\$1,2	\$1,3		
1967	\$1,0	\$1,0									\$1,1	\$1,2		
1968	\$1,0	\$1,1									\$1,3	\$1,4		
1969	\$1,0	\$1,1									\$1,3	\$1,4		
1970	\$1,1	\$1,1									\$1,2	\$1,3		
1971	\$1,1	\$1,1									\$1,1	\$1,2		
1972	\$1,1	\$1,1									\$1,3	\$1,4		
1973	\$1,1	\$1,1									\$1,4	\$1,5		
1974	\$1,2	\$1,2									\$1,5	\$1,6		
1975	\$1,2	\$1,3									\$1,2	\$1,3		
1976	\$1,3	\$1,3									\$1,4	\$1,5		

1977	\$1,4	\$1,4					\$1,5	\$1,6		
1978	\$1,5	\$1,5					\$1,5	\$1,6		
1979	\$1,6	\$1,6					\$1,5	\$1,6		
1980	\$1,7	\$1,7					\$1,4	\$1,5	\$0,9	\$1,0
1981	\$1,8	\$1,8					\$1,6	\$1,7	\$1,0	\$1,1
1982	\$1,9	\$1,9					\$1,3	\$1,4	\$1,0	\$1,1
1983	\$2,0	\$2,0					\$1,2	\$1,3	\$1,1	\$1,2
1984	\$2,1	\$2,1							\$1,2	\$1,3
1985	\$2,2	\$2,3							\$1,3	\$1,4
1986	\$2,3	\$2,4							\$1,4	\$1,5
1987	\$2,5	\$2,5							\$1,6	\$1,7
1988	\$2,6	\$2,7							\$1,6	\$1,7
1989	\$2,8	\$2,8							\$1,7	\$1,7
1990	\$3,4	\$3,4							\$1,6	\$1,7
1991	\$4,1	\$4,2							\$1,7	\$1,8
1992	\$4,9	\$5,0	\$2,9	\$3,1		\$1,5	\$1,6		\$1,8	\$1,9
1993	\$5,5	\$5,6	\$2,9	\$3,1		\$1,6	\$1,7			
1994	\$4,4	\$4,5	\$3,6	\$3,9		\$1,5	\$1,6			
1995	\$5,9	\$6,0	\$4,1	\$4,4		\$1,4	\$1,5			
1996	\$7,5	\$7,7	\$4,8	\$5,1		\$1,7	\$1,8			
1997	\$11,4	\$11,7	\$5,5	\$5,9		\$2,0	\$2,1			
1998	\$16,9	\$17,4	\$6,4	\$6,9		\$2,1	\$2,3			
1999	\$15,0	\$15,3	\$7,4	\$7,9		\$2,2	\$2,4			
2000	\$20,4	\$20,9	\$8,3	\$8,9		\$2,2	\$2,4			
2001	\$11,4	\$11,7	\$9,3	\$10,0		\$2,2	\$2,4			
2002	\$10,1	\$10,4	\$8,1	\$8,7		\$2,4	\$2,6			
2003	\$12,9	\$13,3	\$8,1	\$8,7		\$2,2	\$2,4			
2004	\$14,2	\$14,6	\$8,3	\$8,9		\$2,6	\$2,8			
2005	\$16,6	\$17,1	\$8,1	\$8,7		\$2,7	\$2,9			
2006	\$18,5	\$19,0	\$9,1	\$9,8		\$2,6	\$2,8			
2007	\$18,8	\$19,3	\$8,9	\$9,5		\$2,6	\$2,8			
2008	\$13,3	\$13,6	\$7,9	\$8,5		\$2,5	\$2,7			
2009	\$10,6	\$10,9	\$7,4	\$7,9		\$2,4	\$2,6			
2010	\$12,7	\$13,0	\$8,8	\$9,4		\$2,9	\$3,1			
2011	\$12,9	\$13,2		\$8,1	\$8,4	\$3,1	\$3,3			
2012	\$15,0	\$15,4		\$8,2	\$8,4					
2013	\$15,7	\$16,1		\$8,8	\$9,0					
2014	\$16,5	\$16,9		\$9,3	\$9,6					
2015	\$15,5	\$15,9		\$9,5	\$9,7					

Valores ajustados a dólares de 2016 usando el *Consumer Price Index* del U.S. Bureau of Labor Statistics.

- (1) Fuente: *Economic Policy Institute*. Link: <http://www.epi.org/publication/ceo-and-worker-pay-in-2015/>. Promedio de compensación total de CEOs, medidas a valor realizado. Los datos de compensación anual fueron computados tomando los pagos de salarios, bonos, planes de incentivo de largo plazo, el valor de mercado de acciones restringidas otorgadas

y la ganancia por el ejercicio de opciones, para los CEOs de las 350 firmas estadounidenses más grandes en términos de ventas.

- (2) Fuente: Murphy (2012). Mediana de compensación total de CEOs de compañías del S&P 500, a valor de fecha de otorgamiento. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes.
- (3) Fuente: Equilar (2016). Mediana de compensación total de CEOs de compañías del S&P 500, a valor de fecha de otorgamiento. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes.
- (4) Fuente: Murphy (2012). Mediana de compensación total de CEOs de pequeñas y medianas empresas del S&P, a valor de fecha de otorgamiento. Las compañías incluidas en la muestra son las del S&P MidCap 400, SmallCap 600 y otras compañías no incluidas en S&P 500 pero que tienen información pública en la base de datos *ExecuComp*. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo, los pagos recibidos por planes de incentivo de largo plazo, el valor a fecha de otorgamiento de acciones y opciones valuadas por Black-Scholes.
- (5) Fuente: Murphy (2012). Compensación antes de impuestos de CEOs de 50 grandes compañías de manufactura. El valor de las opciones de acciones se basa en el cálculo anual del spread entre precio de mercado y precio de ejercicio. Los valores de pagos diferidos y de opciones de acciones fueron estimados desde los valores después de impuestos.
- (6) Fuente: Murphy (2012). Compensación de CEOs de 73 grandes compañías de manufactura. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo y las opciones valuadas a fecha de otorgamiento usando la fórmula Black-Scholes.
- (7) Fuente: Murphy (2012). Mediana de compensación de CEOs a valor de fecha de otorgamiento de una muestra de aproximadamente 500 grandes compañías de Estados Unidos. La compensación incluye los pagos recibidos en efectivo y las opciones valuadas a fecha de otorgamiento usando la fórmula Black-Scholes.