

Opinión

Gobiernos corporativos: Compensación ejecutiva y efectos contables perversos¹



Gino Loyola

*Profesor Asociado DCS, Universidad de Chile.
Ph.D. en Economía, Universidad Carlos III de
Madrid, España.*

Durante las últimas dos décadas, la gobernanza de las empresas y otras organizaciones se ha constituido en un elemento crucial para el éxito de las mismas. En este contexto, el diseño de un marco de decisiones en la alta dirección que cautele los intereses de los principales stakeholders de una organización, desarrollando un modelo de negocios que permita crear valor de modo sustentable y equitativo, se convierte en un factor de suma importancia.

En la corporación moderna, la toma de decisiones estratégicas se desenvuelve en un marco con crecientes procesos de delegación -con los consiguientes costos y riesgos asociados a la divergencia de intereses-, y complejas tensiones o trade-offs entre los diferentes stakeholders que deben balancearse adecuadamente. Durante las últimas décadas, la disciplina más fructífera para abordar

En la corporación moderna, la toma de decisiones estratégicas se desenvuelve en un marco con crecientes procesos de delegación -con los consiguientes costos y riesgos asociados a la divergencia de intereses-, y complejas tensiones o trade-offs entre los diferentes stakeholders que deben balancearse adecuadamente.

¹ Agradezco los comentarios de Harold López, Giovanni Malatesta y José Luis Carreño. Cualquier error u omisión remanente es de mi entera responsabilidad.

este tipo de problemáticas ha sido la Economía de los Gobiernos Corporativos, la que ha aportado diversos marcos conceptuales sobre la gobernanza de las organizaciones basados en la teoría de agencia, el diseño de mecanismos y la teoría de contratos.

Gobiernos corporativos bajo el enfoque de la teoría de agencia

El punto de partida de la Economía de los Gobiernos Corporativos es la constatación en la empresa moderna de una separación entre su propiedad y su control (o administración). Esta división permite reconocer una relación de agencia –un proceso de delegación– entre los dueños o accionistas de una compañía (principal) y los miembros del directorio y su plana directiva y gerencial (agente)².

Esta relación de agencia suele desarrollarse en un ambiente con conflicto de interés y asimetría de información, lo que genera un problema de agencia, pues los directivos de una empresa no necesariamente persiguen los mismos objetivos que sus accionistas y estos últimos son incapaces de observar y/o verificar la conducta y toma de decisiones de los primeros.

Para mitigar los costos generados por este problema de agencia, existen múltiples mecanismos que podemos agrupar en dos grandes familias: (1) sistemas de monitoreo y (2) esquemas de incentivos. Los sistemas de monitoreo comprenden, entre otros, al directorio, los comités especiales, los procesos de auditoría interna y externa, el activismo de ciertos *stakeholders*, y el monitoreo ejercido por el mercado de capitales y los organismos supervisores gubernamentales. Por otro lado, los esquemas de incentivos incluyen los planes de compensación ejecutiva, los incentivos reputacionales y de carrera (*career concerns*), y los incentivos intrínsecos o no monetarios.

Por lo tanto, bajo el enfoque de la teoría de agencia, el gobierno corporativo puede ser definido como el conjunto de mecanismos, instituciones e instancias orientados a mitigar los costos de agencia generados por la separación entre la propiedad y el control-administración de una compañía.

2 Este es el denominado problema de agencia vertical, y es sobre el cual se centra este artículo. Adicionalmente, en el caso de las corporaciones con propiedad concentrada, es posible reconocer el problema de agencia horizontal, un problema también surgido de la separación entre la propiedad y el control, pero en este caso entre los accionistas minoritarios (principal) y los accionistas controladores (agente).

El punto de partida de la Economía de los Gobiernos Corporativos es la constatación en la empresa moderna de una separación entre su propiedad y su control (o administración). Esta división permite reconocer una relación de agencia -un proceso de delegación- entre los dueños o accionistas de una compañía (principal) y los miembros del directorio y su plana directiva y gerencial (agente).

Incentivos y efectos perversos

Una prescripción convencional para el caso de los esquemas de incentivos, y más específicamente para los planes de compensación ejecutiva, es que los contratos que incorporan pagos por desempeño constituyen un mecanismo efectivo para alinear los objetivos de la alta gerencia con los intereses de muchos accionistas poseedores de pequeñas y dispersas fracciones del patrimonio de una sociedad.

Sin embargo, varios escándalos contables ocurridos durante el presente siglo han puesto de relieve la capacidad que puede tener la alta gerencia para manipular la información que se usa, con el objetivo de evaluar y recompensar su desempeño. Esto pone de manifiesto los efectos colaterales indeseados que pueden generar aquellos planes de compensación con incentivos poderosos y agresivos, tales como los bonos por desempeño y las opciones sobre acciones. La paradoja de este fenómeno es que un mecanismo originalmente ideado para brindar una solución al problema de agencia primitivo asociado a los gobiernos corporativos, podría generar un problema de agencia adicional, incluso más grave que el primero. Es decir, el remedio puede terminar siendo peor que la enfermedad.

Adicionalmente a las experiencias anecdóticas ofrecidas por un grupo de escándalos emblemáticos en la materia, un cuerpo creciente de investigación empírica ha proporcionado evidencia

más sistemática acerca de una asociación estadística entre los planes de compensación agresivos y diversas prácticas gerenciales reñidas con la ética y/o la legalidad. Estas prácticas incluyen la manipulación de los estados financieros, el uso de información privilegiada, operaciones con empresas relacionadas poco transparentes, la manipulación del precio de la acción e incluso la participación directa de directivos en millonarios fraudes corporativos.

Esta evidencia sistemática y la existencia de escándalos emblemáticos generan varias interrogantes vinculadas a los gobiernos corporativos, sobre todo cuando la gobernanza de las empresas es analizada bajo el prisma de la teoría de agencia. Motivados por este contexto, hace un par de años junto a otros académicos emprendimos un proyecto de investigación para intentar responder algunas de estas interrogantes. La metodología que adoptamos fue el desarrollo de un modelo teórico que proporcionara un marco conceptual para entender la racionalidad económica que podría estar detrás de fenómenos, tales como los incentivos perversos que genera el diseño de esquemas de compensación ejecutiva.

Los resultados de esta línea de investigación están contenidos en un par de artículos científicos, el primero de los cuales ha sido publicado recientemente y cuyas principales motivaciones, hallazgos e implicancias discutimos a continuación.

Colusión tácita entre el directorio y la gerencia

La primera pregunta que nuestro proyecto de investigación ha abordado tiene relación con las condiciones bajo las cuales el propio directorio de una corporación tiene incentivos para inducir a la gerencia a implementar un sistema de contabilidad y reporte que no sea fidedigno. En el artículo "Misreporting, optimal incentives, and auditing" (Loyola y Portilla, 2018) estudiamos precisamente esta problemática, motivados por el emblemático escándalo conocido como Caso La Polar, destapado en Chile en el año 2011³.

En este artículo, proponemos un modelo de contratación óptima entre el directorio y la alta gerencia que analiza las condiciones bajo las cuales una compañía adopta un sistema contable fidedigno (truthful reporting system) o, alternativamente, un sistema contable que permite la manipulación de sus estados financieros, por parte de los ejecutivos (misreporting system). Al adoptar el primer sistema, la

empresa siempre revela las cifras verdaderas de resultados contables; bajo el segundo, la gerencia detenta un grado de discrecionalidad, que le permite inflar estos resultados en equilibrio.

En este contexto, se muestra formalmente que la clase de sistema contable que una empresa finalmente implementa depende de los siguientes elementos: los costos y el nivel de discrecionalidad que la alta gerencia enfrenta y posee para alterar los estados financieros; la probabilidad con que la auditoría externa puede detectar dicha manipulación; el monto y severidad de las penas y multas que los directivos de una compañía deben enfrentar si un sistema de reporte no siempre fidedigno es detectado por la auditoría; y el grado de sensibilidad de la relación pago-desempeño que posee el plan de compensación de los miembros del directorio.

Es importante recalcar que la mayoría de la literatura previa a nuestro trabajo no consideraba la posibilidad que el directorio incentive a la alta gerencia para que manipule los resultados contables. En este sentido, los modelos anteriores asumían que -desde la perspectiva del directorio-, revelar honestamente los estados financieros ('decir la verdad') era una mejor estrategia que alterar esa información ('mentir o falsificar').

En contraste, el modelo propuesto identifica las condiciones bajo las cuales el directorio alienta a la alta gerencia para que implemente un sistema contable que admita la posibilidad de sobre representar el desempeño financiero de una empresa, pues esto supone una estrategia óptima. En nuestra formulación, dicha colusión que opera entre el directorio y los ejecutivos no es un acuerdo explícito, sino uno de carácter tácito, que surge implícitamente de las metas que el plan de compensación exige a la gerencia cumplir, para recibir un bono por desempeño o ejercer una opción sobre acciones.

La metodología de esta investigación se basa en la teoría de juegos, lo que implica modelar la relación directorio-gerencia como una relación de interdependencia estratégica. Bajo este marco conceptual, los escenarios finales más admisibles (equilibrio) se pueden predecir aplicando un criterio de solución basado en la racionalidad de los jugadores, la información que tienen disponible y el modo en que estos la procesan. En términos específicos, el modelo demuestra formalmente que la relación directorio-gerencia tiene dos posibles equilibrios: equilibrio de reporte fidedigno (truth-telling equilibrium), y equilibrio de reporte posiblemente manipulado (misreporting equilibrium), existiendo una condición crítica, cuyo cumplimiento o no determina qué tipo de equilibrio finalmente observaremos.

3 Loyola, G. y Portilla, Y. (2018), "Misreporting, optimal incentives, and auditing", *International Review of Finance*, 18(2): 287-295.

La condición crítica basada en las penalizaciones monetarias puede ser reescrita como una condición alternativa que provee una intuición más enriquecedora del fenómeno bajo estudio. Esta establece que -en equilibrio-, el directorio compara los beneficios y los costos esperados incrementales de implementar un sistema de reporte que admite manipulación, en lugar de un sistema de reporte plenamente fidedigno.

Esta condición crítica indica que existe un nivel mínimo de penalización monetaria marginal que disuade al directorio para alentar un sistema de reporte no fidedigno. No obstante, en caso de detección, si los potenciales castigos monetarios que podrían sufrir los directivos están bajo dicho umbral, habrá un equilibrio en el que la gerencia infle las utilidades con el apoyo tácito del directorio.

La condición crítica basada en las penalizaciones monetarias puede ser reescrita como una condición alternativa que provee una intuición más enriquecedora del fenómeno bajo estudio. Esta establece que -en equilibrio-, el directorio compara los beneficios y los costos esperados incrementales de implementar un sistema de reporte que admite manipulación, en lugar de un sistema de reporte plenamente fidedigno. De este modo, en la medida que los beneficios superen los costos, el directorio diseña un esquema de incentivos gerenciales que, en la práctica, alienta la adopción de un sistema de reporte no fidedigno.

Por lo tanto, nuestro modelo proporciona una racionalidad económica a recientes escándalos de gobiernos corporativos, en los cuales aparentemente el propio directorio incentivó, al menos tácitamente, a la alta administración para manipular los estados financieros, perjudicando de este modo en el largo plazo a los accionistas. En estos escándalos, aparecen como protagónicos algunos esquemas de recompensa de los propios miembros del directorio, excesivamente agresivos que llevaron a estos a: (i) fijar metas de desempeño gerencial demasiado exigentes y poco realistas, y (ii) ofrecer planes de compensación ejecutiva tentadores (bonos y pagos basados en acciones) o severas amenazas (despidos), para inducir a los gerentes a cumplir esas metas. Nuestro modelo demuestra formalmente que un esquema de incentivos óptimo puede en realidad motivar a los ejecutivos a manipular los resultados financieros, cuando la implementación de un sistema contable que permite estas conductas está también en el mejor interés del directorio.

El escándalo del Caso La Polar ocurrido en nuestro país el año 2011 ilustra el papel desempeñado por planes de compensación ejecutiva tentadores, los que terminaron perjudicando a los accionistas, acreedores, clientes y otros grupos de interés de esta compañía de *retail*. En efecto, en este cuantioso fraude, que involucró al directorio y a la plana gerencial, existe evidencia del otorgamiento de generosos bonos y opciones sobre acciones, condicionados al logro de metas excesivamente exigentes en un contexto macroeconómico particularmente adverso para la industria del comercio generado por los efectos de la crisis subprime⁴.

Por su parte, el caso que afectó a la empresa japonesa Toshiba en el año 2015 ilustra cómo la amenaza de despido contra ejecutivos generó irregularidades contables que se habían "institucionalizado" en la compañía, llevando a la gerencia a inflar sus ganancias operacionales por más de US\$ 1.200 millones, en un período de siete años. Una investigación posterior acreditó que el vicepresidente y CEO de la compañía tenían un involucramiento sistémico, pues estaban al tanto de la sobreestimación de ganancias y habrían ocultado este tipo de manipulaciones contables. De hecho, existía una cultura corporativa, en la cual el directorio fijaba desafíos excesivamente exigentes a los mandos gerenciales inferiores, en términos de ganancias por división, aplicando una presión indebida al insinuar despidos en las áreas que tuvieran un rendimiento inferior a las metas establecidas.

Ante casos como estos, nuestro marco analítico predice que la implementación de un sistema de reporte no fidedigno es mucho más probable en la medida que el costo para la gerencia de implementar dicho sistema sea menor. Un ejemplo concreto de este fenómeno se produciría si los principios contables subyacentes en esta clase de sistema de reporte proveen a la alta gerencia

4 Cabe destacar que La Polar constituye una excepción entre las sociedades anónimas en Chile, pues al menos en el momento en que el escándalo se reveló, no era posible reconocer con claridad un accionista controlador. Por ende, este fraude ilustra adecuadamente el denominado problema de agencia vertical.

de más discrecionalidad para enmascarar pérdidas como falsas ganancias. En este sentido, si los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (U.S. GAAP) o las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) permiten más o menos discrecionalidad a la gerencia para elaborar los estados financieros, nuestro modelo sugiere que una transición a esta última clase de estándares contables podría afectar la probabilidad de episodios de manipulaciones contables.

Otra muestra del costo gerencial de manipulación contable lo constituyen los estándares éticos corporativos. En este sentido, nuestro análisis advierte sobre aquellas empresas que no imponen fuertes sanciones sociales contra prácticas indebidas. De acuerdo a nuestro modelo, una cultura organizacional con una carencia del tipo de liderazgo que “predica con el ejemplo desde arriba” (*tone-from-the-top*), podría reducir el costo gerencial de implementación de un sistema de reporte no fidedigno y, por tanto, aumentaría también la probabilidad de manipulaciones a los estados financieros.

Aunque la literatura previa ha identificado la influencia de las penalizaciones reputacionales sufridas por gerentes cuando terminan envueltos en escándalos contables, en general, estas investigaciones no han considerado los potenciales castigos al que los propios miembros del directorio están potencialmente expuestos. Nuestro trabajo pone de manifiesto la influencia que ejercerían estas penalizaciones sobre la adopción de un sistema de reporte plenamente fidedigno, lo que revela entonces la importancia de implementar políticas regulatorias en materia de gobiernos corporativos, concernientes a los montos de las multas y la adopción de otros mecanismos punitivos (inhabilitaciones temporales, penas de cárcel, sanciones profesionales), que apunten a disuadir al directorio para que incentive, avale u orqueste esta clase de malas prácticas.

Debido a que nuestro modelo vincula la manipulación contable y el fraude, los resultados respecto a las penalizaciones pueden hacerse extensivos al papel desempeñado por el marco legal de un país, especialmente a lo referido a las posibilidades que los accionistas y otros acreedores tienen para acceder a efectivas indemnizaciones y compensaciones. En definitiva, el análisis destaca la idea de que el nivel de protección que el ordenamiento jurídico de un país brinde a los inversionistas externos, especialmente a los accionistas minoritarios, puede reducir drásticamente la ocurrencia de episodios de manipulación contable.

Cabe destacar que en nuestro modelo, la probabilidad que la auditoría detecte una manipulación contable puede ser interpretada como el nivel de habilidad, independencia o integridad del auditor externo. Cuando esta probabilidad aumenta, es menos factible observar un

equilibrio de reporte posiblemente manipulado. En este caso, el marco analítico ilustra la relevancia de políticas orientadas a mejorar la calidad y supervisión de los servicios de auditoría. De igual manera, es especialmente aplicable al actual debate sobre la pertinencia de exigir una rotación obligatoria de las firmas auditoras en la relación con sus clientes, respecto de sus servicios de auditoría a los estados financieros. En este mismo sentido, nuestro modelo predice que algunos cambios regulatorios en Estados Unidos (leyes SOX y Dodd-Frank) implementados como respuesta a escándalos financiero-contables, y orientados a fortalecer el trabajo de la auditoría y la creación de un organismo supervisor de la calidad de esta (PCAOB), debiesen disminuir la ocurrencia de este tipo de episodios.

En conclusión, la lección principal que podemos extraer de esta investigación es que un escándalo asociado a manipulaciones contables no siempre debe verse como el resultado de una acción gerencial unilateral, que se desvió de las directrices entregadas por el directorio de una compañía, y que este órgano no pudo prevenir y monitorear adecuadamente. Al contrario, este tipo de conductas indebidas pueden ser alentadas tácitamente por el mismo directorio, mediante planes de compensación gerencial atados a metas poco realistas. El diseño de esta clase de esquemas de incentivos puede constituir una estrategia racional y óptima cuando, lamentablemente, los estándares éticos al interior de una organización son lo suficientemente laxos. 

