

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Maestría en Finanzas**

**TRABAJO FINAL**

**TITULO:** “Eliminando problemas de agencia entre accionistas y management a través de contratos con programas de incentivos adecuados y otras herramientas”

**AUTOR:** Martín Alexis Litwak

## I.- INTRODUCCIÓN.

David Sappington comienza a analizar el tema objeto del presente *paper* citando la máxima “*If you want something done right, do it yourself*”<sup>1</sup>. En nuestro medio, diríamos “Más vale solo que mal acompañado”. Ambas frases se relacionan muy estrechamente con el conflicto de intereses que usualmente se conoce como problema de agencia.

Si nos colocamos por un momento en la cabeza del principal este problema de agencia –que adquiere mayor significación cuanto más difícil sea la tarea encomendada al agente y cuanto más complicado resulte el control que puede llevar a cabo el principal- bien podría enunciarse o resumirse de la siguiente manera: “O.K., ya he advertido que no puedo realizar todo el trabajo por mi mismo, de modo que es necesario que contrate otra persona para que colabore conmigo en su realización, ahora bien: ¿Cómo hago para elegir a la persona indicada y cómo hago para motivarla y controlarla dado que mis conocimientos y poder de control son por definición limitados?”.

En el razonamiento imaginario incluido en el párrafo precedente, hemos sintetizado los aspectos fundamentales de lo que comúnmente se denomina problema de agencia: (a) la existencia de conjuntos de información imperfectos o información asimétrica y (b) la dependencia del principal respecto del esfuerzo del agente para alcanzar las metas propuestas. Y no nos olvidemos de que el principal justamente se beneficia cuando el agente realiza sus tareas con dedicación y esfuerzo. En definitiva, entonces, la relación de agencia implica necesariamente lo siguiente: (a) la existencia de un principal, (b) la existencia de un agente y (c) el establecimiento de una relación mutuamente aceptable para ambos –en otras palabras, un contrato- en la cual el principal solicita al agente que trabaje a favor de sus intereses y se compromete a compensarlo por ello. Por su parte, y a fin de completar el concepto, el agente compromete cierto nivel de esfuerzos y aporta una información, destreza o tecnología que el principal no posee.

---

<sup>1</sup> Sappington, David E. Incentives in Principal - Agent Relationship. Journal of Economic Perspectives. Volume 5, Number 2. Spring of 1991. Página 45.

Antes de seguir avanzando en esta línea de razonamiento, forzoso es observar que toda vez que las partes no diseñen un acuerdo o contrato que solucione los distintos aspectos vinculados con el problema de agencia ya mencionado, inevitablemente aparecerán distintos costos que el principal deberá afrontar. No es casual que dichos costos sean denominados costos de agencia.

Veremos en el inicio de la siguiente sección distintas formas que pueden adoptar estos contratos, así como cláusulas especiales que pueden adicionarse a los contratos que vinculan a una corporación con su management de manera de reducir los problemas de agencia que pueden surgir entre aquellos y los accionistas que los contrataron así como los costos asociados a dichos problemas. Terminaremos la segunda sección del presente trabajo analizando ciertos mecanismos de control externo que pueden resultar de utilidad a los mismos fines. El siguiente acápite –el tercero- nos servirá para ejemplificar este tipo de conflicto de intereses, así como los mecanismos que se emplean para mitigarlo, partiendo para ello de una empresa de Internet y los contratos que la misma firma con sus *key-employees*. Hemos reservado la última sección para extraer algunas conclusiones sobre los problemas que para entonces habrán sido analizados. Ese es el camino que comenzaremos a desandar inmediatamente.

## **II.- APROXIMACION CONCEPTUAL.**

Tanto David Sappington como Eric Posner, cuyos estudios sobre el problema de agencia han servido de base conceptual para este trabajo final, analizan dicho problema partiendo de distintos ejemplos más o menos simples.

En realidad ambos autores se limitan a tratar ejemplos sencillos sin adentrarse con profundidad en situaciones más complejas como lo son aquellas en las cuales hay dos partes que desempeñan funciones de agente y principal en forma recíproca o aquellas otras en las cuales existe una multiplicidad de agentes y/o de principales. El primero de los mencionados autores parte de un supuesto ideal en el cual: (a) principal y agente comparten la misma información precontractual y tienen idénticas expectativas, (b) poseen las mismas

habilidades, (c) existe neutralidad al riesgo y (d) la actividad a desarrollar por el agente –en el ejemplo un agricultor contratado para cultivar maíz- es fácilmente observable. En este caso, concluye Sappington, el problema de agencia se resolvería convirtiendo al agente en el beneficiario residual de las ganancias que pudieran derivarse de la cosecha. En otras palabras, el agente obtendría todos los beneficios remanentes luego de abonar una tasa o arancel al principal de modo que, una vez que el agente paga esa suerte de “*franchise fee*”, los intereses de ambas partes quedan totalmente alineados. Partiendo de este simple modelo, Sappington va relajando o levantando uno a uno los supuestos anteriormente mencionados de manera de llegar a un contrato adecuado para resolver el problema de agencia<sup>2</sup>.

Si suponemos, por ejemplo, que el agente es averso al riesgo –lo cual efectivamente es cierto en la mayor parte de los casos-, entonces no va a ser posible suscribir con él un contrato que no le asegure un mínimo de ganancias. En el modelo mencionado en el párrafo anterior esta situación bien podría verificarse si el *fee* pagado al principal resultaba superior a las ganancias arrojadas por la cosecha. Si bien es cierto que el hecho de que el agente tenga un seguro (es decir perciba ingresos cuando no ha alcanzado las metas propuestas) puede conducirlo a realizar un esfuerzo menor que el deseado por el principal de modo de generarse un costo de agencia, también lo es que para eliminar ese costo, pueden establecerse *bonus* ligados a la *performance* del agente o bien acordarse que el principal pueda rescindir el contrato en cualquier momento. Si el supuesto que levantamos es aquel según el cual principal y agente poseen la misma información, nuevamente debemos concluir que un *sharing agreement* es más eficiente que el *franchise agreement* antes expuesto.

Posner, por su parte, también comienza a analizar el tema desde un ejemplo<sup>3</sup>. En este caso, dejamos atrás la relación propietario de campo-agricultor para centrarnos en un ejemplo de tipo urbano en el cual el propietario de una casa contrata a un agente inmobiliario para que

---

<sup>2</sup> Sappington, David E. Op. Citada. Páginas 46 y sgtes.

<sup>3</sup> Posner, Eric. Agency models in law and economics. University of Chicago Law School, John M. Olin Law and Economics Working Paper No. 92 (Año 2000). Pagina 1 y siguientes.

la venta a un buen precio. Partiendo del mencionado ejemplo, Posner analiza distintas alternativas de acuerdos. Concretamente, el mencionado profesor norteamericano menciona tres tipos de contratos a los que denomina *Flat Rate Contract*, *High Power Incentive Contract* y *Mixed Contract*.

En el primer tipo de acuerdo (*flat rate*), el principal paga al agente una suma fija de dinero como retribución por las tareas encomendadas, ya sea que la misma se fije sobre la base de un valor hora y al tiempo insumido para su realización o en una suma total por el trabajo realizado con independencia de la cantidad de horas efectivamente empleadas. Se pregunta Posner si un contrato como este es una buena idea y contesta en forma negativa. La explicación es sencilla: el agente sabe la retribución que recibirá independientemente de si la casa es vendida a un precio alto o bajo de manera que el esfuerzo que realice no va a tener influencia alguna sobre la retribución a percibir. Ante esta situación, lo más probable es que el agente no realice grandes esfuerzos para cumplir con sus tareas, lo cual de ningún modo satisface los intereses perseguidos por el principal al contratarlo.

En el *High Power Incentive Contract*, en cambio, la retribución del agente está ligada al cumplimiento de los objetivos planteados. En el ejemplo de Posner, si el agente inmobiliario vende la casa a un buen precio recibe \$ 3.000 (pesos tres mil) y si no lo consigue, recibe \$ 0 (pesos 0). Obviamente esta clase de acuerdo incluye importantes incentivos para el agente, pero supone al menos dos problemas: (a) puede suceder que aún cuando el agente realice sus mejores esfuerzos no se alcance el objetivo –en el caso vender la casa a un precio alto- y/o (b) el agente –averso al riesgo por definición- está asumiendo la totalidad del riesgo. Este contrato, que tiene algunas ventajas en comparación con el anterior, puede mejorarse aún un poco más. Es justamente lo que se propone Posner al introducir el *Mixed Contract*, similar al *sharing agreement* de Sappington.

El *Mixed Contract* incluye al mismo tiempo incentivos para que el agente ponga todo su empeño en las tareas encomendadas y un seguro por si acaso los resultados no fueran los deseados. En definitiva, entonces, Sappington y Posner coinciden en la forma que debe adoptar un contrato para reducir al máximo posible los problemas de agencia. Y también

coinciden los mencionados autores en que un adecuado control es importante para reducir aún más los costos asociados a los mismos.

Si bien podemos adoptar como principio general que un contrato en el cual se establezca una base remunerativa fija para el agente con más un plus o adicional para el caso de lograr ciertas metas u objetivos es el más adecuado para reducir lo más posible los conflictos y costos asociados con el problema de agencia, cada relación tiene sus particularidades, las cuales deben ser tomadas especialmente en cuenta a la hora de diseñar el instrumento contractual idóneo a tales fines.

Debe especialmente tomarse en cuenta que no siempre un acuerdo que premie a los mejores será el ideal, ya que puede suceder que sea mejor castigar a los peores. Esto último, escribe Sappington, puede darse cuando se requiera poco esfuerzo por parte de los agentes<sup>4</sup>.

Por lo demás, entre las principales cláusulas que suelen incluirse en estos contratos las más habituales son las siguientes: (a) *performance bonus*, (b) participación en *stock option plans* y (c) *golden parachutes*. Además de las cláusulas mencionadas, que analizaremos seguidamente, las empresas suelen adoptar otras herramientas de recursos humanos para motivar a sus empleados a realizar sus mejores esfuerzos. Finalmente, existen mecanismos de control externos a la compañía que juegan un rol más que importante en este tema.

### **III. ALGUNAS HERRAMIENTAS PARA MITIGAR EL CONFLICTO.**

Decíamos anteriormente que existen distintas cláusulas contractuales, programas o mecanismos que pueden resultar de utilidad para mitigar los costos de agencia. En esta sección analizaremos con cierto detenimiento los más importantes o habituales de ellos.

(a) *Performance Bonus*:

---

<sup>4</sup> Sappington, David E. Op. Citada. Página 55.

Histórica o cronológicamente hablando, este tipo de *bonus* ha sido uno de los primeros incentivos que han recibido los ejecutivos para contrarrestar los riesgos asociados al problema de agencia.

Desde nuestro punto de vista, estos bonos pueden ser clasificados en al menos dos clases de acuerdo con su rigidez. En efecto, en organizaciones dedicadas a la prestación de servicios profesionales tales como la abogacía o la consultoría, existe un rango más o menos preestablecido dentro del cual se ubican los bonos de los profesionales que presentan servicios para esas firmas. No suele haber mucha diferencia entre los bonos con que se beneficia a los distintos empleados con lo cual este sistema de retribución pierde parte de su razón de ser. En la mayor parte de los casos, la verdad es que estos bonos suelen ser utilizados para compensar el hecho de que este tipo de empresas no paga horas extras y no para crear incentivos susceptibles de atenuar los problemas de agencia.

Otra es la situación que se vive en empresas vinculadas a sectores tecnológicos en las cuales los ejecutivos suelen recibir un bono directamente relacionado con el mayor valor de la empresa en comparación con el valor que tenía el año anterior, con el ahorro generado por el ejecutivo de que se trate con relación al *budget* que le fuera asignado y/o con el cumplimiento de ciertas metas prefijadas. Aquí si estamos frente a verdaderos planes que tratan de alinear intereses y de reducir los costos de agencia a la mínima expresión.

(b) *Stock Option Plans*:

Este tipo de planes consiste en otorgar el derecho a los beneficiarios del mismo para que adquieran acciones de la sociedad para la cual desempeñan funciones. Obviamente, la principal finalidad que se persigue al establecerlos es alinear los intereses de accionistas y management, transformando a estos últimos en propietarios de la sociedad.

Nuestro objetivo en este acápite es analizar cómo se puede adoptar este régimen en un país como el nuestro ante la ausencia de normas específicas al respecto. Debido a quizás sea ésta la contribución más importante que podamos realizar sobre el particular dada nuestra

formación en leyes, vamos a estudiar este aspecto del problema (o de la solución) con mayor profundidad en comparación con otros que también mencionamos.

En definitiva, con relación a la implementación de un programa de opción de compra de acciones para empleados de una sociedad constituida en la República Argentina (en adelante, el “Programa”) cabe formular las siguientes consideraciones:

1. Dado que según el ordenamiento societario argentino no está permitido que una sociedad tenga acciones “en cartera” para ser transferidas en oportunidades futuras, resulta necesario que exista un titular efectivo de las acciones que se destinen al Programa que luego las transfiera a los empleados de acuerdo al reglamento a establecerse.

2. La Ley de Sociedades Comerciales vigente en la Argentina permite que mediante el establecimiento de diversas clases de acciones se otorguen a los accionistas derechos diferentes. Por tal motivo, en caso de que una sociedad constituida en nuestro país desee adoptar este tipo de programa de incentivos, consideramos útil la modificación del estatuto de la sociedad de modo de crear dos clases de acciones: la clase A para los accionistas que tendrán el control, y la clase B para los beneficiarios del Programa. También podríamos utilizar acciones Clase B para aquellos accionistas a quienes se conceden derechos preferenciales de voto o en el reparto de dividendos (muy común en el caso de fondos de *private equity* o *venture capital*). La representación en el Directorio de las acciones clase C puede no ser obligatoria, pero si se decide su participación, debe establecerse en el estatuto la cantidad de Directores que tal clase de acciones podrá designar.

3. Respecto de las acciones clase A, las mismas deben ser ordinarias (nominativas no endosables de acuerdo con lo establecido por la ley 24.587), aunque proponemos que cada acción confiera 5 (cinco) votos, por si la sociedad decidiera comenzar la oferta pública de sus títulos. Y tengamos en cuenta que las empresas que adoptan programas de participación accionaria para empleados son empresas de importancia que o bien cotizan en la bolsa o bien podrían hacerlo en un futuro cercano.



4. Con relación a las acciones clase C –el análisis de las acciones preferidas clase B realmente no es esencial a los fines del presente trabajo, pero no queríamos dejar de mencionarlas-, merecen ser analizadas las siguientes alternativas: (a) que sean también ordinarias, aunque sin voto plural a efectos de no complicar la toma de decisiones por parte de las acciones clase A –en cuyo caso las acciones clase C resultarán más fácilmente transmisibles para los beneficiarios del Programa ya que otorgarán derechos políticos a sus titulares (derecho de voto, derecho de preferencia para la suscripción de nuevas acciones, etc.)- o (b) que sean preferidas de modo de no otorgar derechos políticos a sus tenedores, sino más bien un trato preferencial en relación con los derechos patrimoniales: dividendos fijos con preferencia frente a los ordinarios, dividendo preferente, participación adicional en las ganancias, participación en el saldo de liquidación, etc.

5. Otra característica de estas acciones clase C es que deben permitir su rescate por parte de la sociedad (*redeemable preference shares*), lo que facilitará la reversión del programa mediante la compra de las acciones en poder de los empleados. El precio de rescate, o bien la fórmula para su determinación, debe establecerse al resolver la creación del plan. El plan también debe prever en que supuestos hay una aceleración del *vesting* (básicamente fusiones, adquisiciones, cambios de control, venta de la mayor parte de los activos de la firma, etc.)

6. Al comienzo de esta sección señalábamos la necesidad de que las acciones que integren el Programa sean transmitidas a un titular, en virtud de la imposibilidad de que aquéllas permanezcan en la sociedad a la espera del ejercicio de la opción por los empleados que participan de aquél. Esta situación motiva la siguiente disyuntiva: o se aguarda a que cada empleado ejerza su opción para en ese momento transferirle las acciones, o se transfieren las acciones desde el inicio a un tercero con precisas instrucciones sobre cuándo y cómo transferirlas nuevamente a los beneficiarios del Programa. La primer alternativa resulta complicada ya que en cada oportunidad se deberá contar con la conformidad del accionista que transfiera sus acciones, a lo que se tiene que sumar que según la ley argentina su cónyuge también tiene que estar de acuerdo para que la

transferencia sea válida (Art. 1.277 del Código Civil<sup>5</sup>). Si adicionamos las implicancias impositivas que cada transferencia puede ocasionar, concluiremos en que esta opción no aparece como la más recomendable. Ni hablar de eventuales renunciaciones a *first refusals* o *preemptive rights provisions* que suelen incluirse en los acuerdos de accionistas. Por todo ello, los pocos programas de opción de compra organizados en nuestro país para sociedades constituidas de acuerdo con las leyes del mismo operan transmitiendo las acciones que se destinan al mismo a un Fideicomiso<sup>6</sup>.

7. Siguiendo con este razonamiento, el Fideicomiso a crearse tendría las siguientes características: (a) los accionistas de la sociedad (Fiduciantes) transmitirán fiduciariamente las acciones que integren el Programa a una persona denominada Fiduciario; (b) la transmisión fiduciaria de la propiedad implica que el Fiduciario recibirá las acciones, pero su actuación como accionista de la sociedad solo podrá regirse por las instrucciones que se le impartan en el contrato de fideicomiso; (c) el fiduciario quedará obligado a transferir las acciones a los beneficiarios del Programa, cuando se cumplan las condiciones previstas en dicho contrato; (d) las acciones en poder del Fiduciario, si bien son efectivamente transmitidas, no integran su patrimonio general sino un patrimonio específico que no puede ser atacado ni por acreedores del Fiduciario ni por los del Fiduciante, tampoco la quiebra del Fiduciario produce efectos sobre estos bienes, con lo que se asegura la vigencia del Programa y (e) una vez que los Beneficiarios ejercen su opción de acuerdo con el Programa, el Fiduciante debe transmitirles las acciones, que pasan a integrar el patrimonio de cada Beneficiario.

---

<sup>5</sup> Art. 1277: “Es necesario el consentimiento de ambos cónyuges para disponer o gravar los bienes gananciales cuando se trate de inmuebles, derechos o bienes muebles cuyo registro han impuesto las leyes en forma obligatoria, aportes de dominio o uso de dichos bienes a sociedades, y tratándose de sociedades de personas, la transformación o fusión de éstas. Si alguno de los cónyuges negare sin justa causa su consentimiento para otorgar el acto, el juez podrá autorizarlo previa audiencia de las partes ...”.

<sup>6</sup>La constitución de un fideicomiso fue el mecanismo establecido por la Ley 23.696 de Reforma del Estado, que operó como marco regulatorio básico de las privatizaciones de empresas públicas realizadas en el país. Dicha norma estableció la posibilidad de que las empresas a privatizarse establecieran un “Programa de Propiedad Participada” para el personal, que según cierta doctrina representa una adaptación de los “stock option” vigentes en EE.UU y varios países europeos.

8. No obstante lo dicho, debe señalarse que: (a) El Fideicomiso no puede extenderse por un plazo superior a los 30 (treinta) años con lo que, en su caso, la continuidad del sistema debiera darse por la periódica constitución de nuevos fideicomisos y (b) el Fiduciario está habilitado para cobrar un honorario por el servicio prestado.

9. Para finalizar, también podría constituirse un fideicomiso directamente entre los empleados y el Fiduciario a efectos de que éste administre los importes mensuales que se convengan con el propósito de estar disponibles al momento de ejercer la opción: del salario de los empleados podría transferirse fiduciariamente un monto determinado, que sería administrado por el Fiduciario a los efectos de ser aplicados a la compra de la acción en caso de decidirlo el empleado-fiduciante, o ser restituidos en caso que aquélla no fuera decidida.

Por su estrecha vinculación con los *stock option plans* cabe mencionar los planes de participación accionaria para el personal en la Ley de Obligaciones Negociables. Así, a fin de completar nuestro análisis no podemos obviar las específicas regulaciones incluidas en la ley 23.576 de Obligaciones Negociables, que brevemente comentamos a continuación:

1. Solo las sociedades anónimas autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones pueden decidir la formación de planes de participación en sus acciones para el personal en relación de dependencia (el “Plan”).

2. Para la formación del Plan no se requiere reforma del estatuto, sino decisión de la asamblea ordinaria e inscripción de esa decisión en el Registro Público de Comercio.

3. Las acciones que se entreguen de acuerdo al Plan podrán ser ordinarias o preferidas, pero en cualquier caso deberán ser inscriptas en el régimen de oferta pública, si las acciones de la misma u otra clase anteriormente emitidas ya cotizaren.

4. En principio, todo el personal de la sociedad participa del Plan, aunque ésta puede establecer el requisito de antigüedad mínima que no puede superar los dos años. La participación deberá calcularse sobre una base proporcional a las remuneraciones de cada trabajador.

5. Este Plan presenta importantes diferencias con los programas de *stock options* establecidos principalmente en EE.UU, ya que no permite el acceso al mismo solo de ciertos empleados, a lo que debe agregarse que las acciones se entregan sin contraprestación (pago) alguno por parte de aquellos. Solo las acciones adicionales a las que correspondan por aplicación de la proporcionalidad antes señalada, podrán ser adquiridas por el personal mediante pago del precio, aunque en condiciones iguales a las establecidas para la suscripción de acciones por terceros. Esto nos permite concluir en que no estaríamos frente a una verdadera opción de compra, sino de ante una cesión gratuita de acciones a favor del personal, lo cual a los fines de motivar a los agentes para alinear sus intereses con los de sus principales resulta indistinto.

6. Las acciones que sean entregadas a los empleados en virtud del Plan no podrán ser transferidas ni gravadas por un plazo de 3 (res) años contados desde la inscripción de la titularidad en los registros sociales. Una vez que transcurre ese plazo se las puede disponer libremente. La restricción temporal cesa en caso de muerte, despido o renuncia del empleado, y/o por extinción del plan.

7. Los titulares de acciones entregadas en virtud del Plan revisten la calidad de accionistas, contando con los derechos económicos y políticos inherentes a tal carácter. En virtud de ello tienen derecho a las utilidades que generan sus acciones y a votar en las asambleas, entre otros. También tienen derecho a suscribir preferentemente nuevas acciones de la sociedad y/u obligaciones negociables que ésta emita, en caso que por ley o estatuto los accionistas gocen de ese derecho respecto de tales títulos.

La realidad legislativa en otros países es más sencilla que la existente en el nuestro, dónde aún se está discutiendo la naturaleza remunerativa o no de las opciones de compra de

acciones, y permite la proliferación de los *stock option plans*. En una reciente edición, la revista *Negocios* publica una nota titulada “La era de los CEOs de 100 millones de dólares” en la cual precisamente da cuenta de esta realidad. En dicha nota se mencionan los casos de los CEOs de empresas tecnológicas (como ser, por ejemplo, Ebay, Priceline.com, Neoforma.com, Commerce One y otras) que poseen salarios y bonos de entre 150 mil dólares anuales a 11 millones y acciones por montos que oscilan entre 119 millones de dólares y 1.800 millones y se vaticina que dichos valores seguirán en aumento<sup>7</sup>.

(c) *Golden Parachutes*:

En el Capítulo 2 de su obra “La esencia de las fusiones y adquisiciones”, P. S. Sudarsanam explica que es posible definir los motivos de para las adquisiciones desde el punto de vista de los objetivos de los accionistas de la adquirente o absorbente, según sea el caso, o bien desde la óptica de los *managers* de dicha compañía. Así, es posible que los directores de la adquirente tomen una decisión de adquisición para favorecer los intereses de los propietarios de la empresa, pero también puede suceder que los directivos tomen dicha determinación para buscar la satisfacción de sus propios intereses aún a expensas de los de los accionistas. Máxime cuando, por lo general, los administradores de los grupos empresariales modernos cuya propiedad está atomizada entre varios accionistas disfrutan de un poder y racionalidad considerables y a menudo son objeto de una débil o inexistente supervisión<sup>8</sup>.

¿Qué intereses personales pueden mover a los *managers* al emprender una fusión o adquisición?. Sudarsanam los agrupa en cuatro clases: (a) favorecer el crecimiento del tamaño y/o del valor de la compañía, puesto que como se explicó supra sus remuneraciones o gratificaciones pueden guardar relación con ese valor; (b) emplear sus talentos y técnicas administrativas subutilizados en la actualidad (autorrealización); (c) diversificar el riesgo y minimizar los costos de quiebra (seguridad en el empleo) o (d) evitar que otra compañía tome el control de la empresa que administran (seguridad en el empleo). También se

---

<sup>7</sup> Revista *Negocios*. Edición correspondiente al mes de abril de 2000.

<sup>8</sup> Sudarsanam, P. S. La esencia de las fusiones y adquisiciones. Capítulo 2, Página 16.

presenta un problema de agencia cuando los *managers* se oponen a una absorción por miedo a perder sus empleos, aún cuando no contraataquen con una oferta de adquisición a la empresa oferente.

Como el hecho de que los directores de una empresa adquieran otra para satisfacer sus propios intereses puede generar costos para los accionistas, resulta de importancia que estos últimos encuentren un mecanismo para motivar a sus directivos a emprender tales adquisiciones solo cuando hay un beneficio para la compañía. Evidentemente, estamos ante una forma puntual en que se manifiesta el problema de agencia en análisis y buscando alguna alternativa que lo elimine. Nuevamente estamos pensando en encontrar la manera de que los *managers* actúen de modo tal de favorecer los intereses de los accionistas. Y esa manera es incluir en los contratos con los directivos paracaídas dorados. Brealy y Myers definen estos *golden parachutes* como programas en los cuales se prevén desembolsos generosos a los directivos de la compañía si pierden el trabajo como consecuencia de una absorción<sup>9</sup>. En ocasiones, esos desembolsos pueden ser generosos, como en el caso de Revlon que ofrecía a su presidente 35 millones de dólares.

Antes de avanzar al próximo acápite de esta sección, debe observarse que los *golden parachutes* solo serán efectivos cuando los directivos se opongan caprichosamente a ser absorbidos por temor a perder su trabajo, etc. pero no lo serán tanto para evitar que aquellos intenten fusiones contrarias a los intereses de los accionistas. En esos casos, serán de mayor utilidad los *stock option plans* o los mecanismos de control externo.

#### (d) Otras Herramientas de Recursos Humanos:

Las políticas de motivación del personal que ejemplificaremos en este acápite son de especial interés en las relaciones de agencia en las cuales el principal es el jefe y los agentes son sus empleados, lo cual bajo ningún concepto debe ser interpretado como las mismas no son de utilidad en otros contextos. Bon Nelson se refiere a estas herramientas en su obra

---

<sup>9</sup> Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C. Fundamento de financiamiento empresarial. McGraw Hill, Madrid 1993. Capítulo 33, Página 1020.

1001 formas de motivar a los empleados, en cuya introducción incluye el siguiente ejemplo: “Piense en un día especialmente difícil que usted haya tenido recientemente: tal vez la copiadora se dañó muchas veces, o un cliente disgustado decidió desahogar su ira con usted. Justo cuando parecía todo perdido, su jefe entró a su oficina para agradecerle por haber cumplido una labor excelente en un proyecto del cual usted se siente especialmente orgulloso. De pronto sus problemas con la copiadora y el cliente furioso quedaron en el olvido reemplazados por la satisfacción personal de recibir reconocimiento por un trabajo bien hecho”<sup>10</sup>. Los breves ejemplos que se incluyen a continuación –no quisimos extendernos más en este punto dados los límites impuestos para el presente trabajo aún cuando había infinidad de ejemplos que valía la pena transcribir- ilustran distintas maneras de motivar a los empleados de modo que aquellos realicen sus tareas con esfuerzo y dedicación. Nuestra idea es demostrar como existen oportunidades de reducir los costos de agencia adoptando medidas de bajo costo y de sencilla implementación.

1. Para que los empleados sepan que él ha leído sus informes, Harry Seifert, director ejecutivo de Winter Gardens Salad Company, en New Oxford, Pennsylvania, marca cada informe con un sello que dice “Harry lo leyó”, y luego los devuelve al empleado con algún comentario. Según Seifert, la calidad de los informes que recibe ha mejorado desde que comenzó a utilizar el sello<sup>11</sup>.

2. Los empleados que tienen un sentido de propiedad de los productos que fabrican son empleados motivados. Cooper Tires, de Ohio, tiene una tradición de mucho tiempo que enorgullece a sus trabajadores: en reconocimiento por sus aportes a la empresa, se permite que los operarios estampen su nombre en el interior de los neumáticos que producen<sup>12</sup>.

3. En los Hoteles Mirage Treasure Islands, de Las Vegas, la gerencia actúa bajo el sistema denominado de “subordinación planeada”, lo cual significa que todos los supervisores deben explicar a sus empleados no solamente qué hacer sino por qué deben

---

<sup>10</sup> Nelson, Bob. 1001 formas de motivar a los empleados. Grupo editor Norma, Bogota 1997. Pagina 3.

<sup>11</sup> Nelson, Bob. Ob. citada. Pagina 4.

<sup>12</sup> Nelson, Bob. Ob. citada. Pagina 5.

hacerlo. Si la explicación no es satisfactoria, el empleado puede negarse a cumplir la tarea. Los hoteles mencionados tienen un índice de rotación de empleados del 12 por ciento, menos de la mitad de la media de la industria<sup>13</sup>.

4. Fabricar acero es un trabajo arduo. Sin embargo, en Chaparral Steel, de Midlotian, Texas, los trabajadores de la acería tienen la oportunidad de salir de la planta y acompañar a los vendedores en las visitas a los clientes. Según Brad Cowan, operario del taller de fundición que viajó a México, Los Angeles y San Diego con los vendedores, “fue interesante ver a dónde va a parar lo que uno hace. Pude hablar con las personas que manejan las compañías y decirles que si tenían quejas, nos lo dijeran”<sup>14</sup>.

5. La siguiente lista de recompensas ha sido elaborada por Laird D. Matthews, director de capacitación y desarrollo de vendedores de American President Lines, empresa de transportes de Oakland. La mayoría de estas recompensas cuestan menos de 100 dólares cada una y pueden ser manejadas por los gerentes locales: a) cartas de felicitación del jefe inmediato, el jefe del departamento o el director de la empresa, b) día libre, medio día libre, viernes libre, c) suscripción a una revista, d) premios, e) asistencia a una conferencia o seminario, f) entradas para espectáculos, g) elogios públicos, h) almuerzo de agradecimiento, i) registro en la cartelera de anuncios de la firma, j) computador personal, k) mejor ubicación o arreglo de la oficina, l) dinero en efectivo, ll) juguetes para los niños, m) ascensos, etc. En todos los casos, se busca que los empleados reincidan en las conductas que han sido recompensadas, que son aquellas que justamente benefician al principal<sup>15</sup>.

(e) Mecanismos de Control Externo:

No queremos adentrarnos demasiado en este tema, pero tampoco queríamos dejar de mencionarlo. Cuando hablamos de mecanismos de control externo queremos significar que es posible minimizar el costo y la incidencia del conflicto de agencia a través de la

---

<sup>13</sup> Nelson, Bob. Ob. citada. Pagina 58.

<sup>14</sup> Nelson, Bob. Ob. citada. Pagina 67.

<sup>15</sup> Nelson, Bob. Ob. citada. Pagina 162.



disciplina impuesta a los administradores por el mercado en el cual la empresa de que se trate vende sus productos, el mercado de trabajo donde los administradores que gozan de una mayor reputación se encuentran en una posición de exigir salarios más altos y el mercado de control empresarial, donde los equipos de administradores compiten por el derecho de administrar los activos empresariales.

#### **IV.- UN EJEMPLO EXTRAIDO DE LA VIDA REAL. APLICACIÓN DEL MARCO TEORICO A UN CASO CONCRETO.**

Salutia.com, Inc. es una sociedad por acciones constituida de acuerdo con las leyes vigentes en el Estado de Delaware, Estados Unidos, y cuyo *core business* se relaciona con lo que ha dado en denominarse *e-health*. Se trata de una empresa que nació sobre finales del año pasado y que actualmente tiene sus *headquarters* en nuestro país y subsidiarias Brasil, México, España y Estados Unidos. La sociedad se constituyó en los Estados Unidos para que le resultara más sencillo captar capitales de inversores extranjeros y para poder hacer una IPO en el Nasdaq<sup>16</sup>.

El management de Salutia.com está básicamente integrado por un *Chief Executive Officer*, un *Chief Operation Officer*, un *Chief Financial Officer*, un *Chief Technology Officer*, un *President of Connectivity Business*, un *President of Consumer Business*, algunos gerentes intermedios (de recursos humanos, de contenido, etc.) y varios *country managers*. Todos ellos han suscripto acuerdos de empleo, de no-competencia y de exclusividad con la compañía. A los fines del presente trabajo hemos optado por analizar el acuerdo que vincula a la empresa con su ejecutivo de mayor rango, a quien en lo sucesivo aludiremos como el CEO de la compañía.

---

<sup>16</sup> Esta tendencia de las empresas de internet creadas por argentinos puede llegar a cambiar con la introducción del panel tecnológico o Nasdaquito en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Este panel fue aprobado por dicho organismo en junio pasado y se espera que las primeras empresas tecnológicas en salir a la bolsa local lo hagan para septiembre próximo. De todos modos, no es ese el caso de Salutia.com.

En todos los casos, el personal jerárquico debe dar cuenta de sus actos ante el Directorio de Salutia.com, Inc. cuyos integrantes han sido designados directamente por los accionistas (CNN, Merrill Lynch, SLI.com y otros entre ellos). El problema de agencia, entonces se plantea entre el management y el Directorio. En otras palabras, los miembros del Directorio se benefician del empeño que el management pone en el cumplimiento de las tareas que se le han encomendado. Analizaremos en esta sección qué elementos han sido introducidos en los contratos con el management para incentivar al personal a actuar en el mejor interés de los accionistas. Dos aclaraciones de importancias antes de continuar: a) en este caso –como en la mayor parte de los emprendimientos vinculados con Internet- los fundadores de la compañía son parte del management con lo cual tienen suficientes incentivos para poner sus mejores esfuerzos al servicio de la compañía y b) en este tipo de emprendimientos, los contratos con el management, máxime cuando se trata de ejecutivos que a la vez han sido fundadores de la empresa de que se trate, no suelen incluir *golden parachutes* debido a que para los accionistas es imprescindible que el management no solo no venda sus acciones sino que permanezca cumpliendo funciones ejecutivas dentro de la compañía. En muchas ocasiones, el capital de trabajo suele ser el más valioso de los activos de este tipo de empresas.

Sentado ello, pasaremos a analizar el acuerdo suscripto por el CEO de Salutia.com con dicha firma, destacando los incentivos que pueden encontrarse tanto en *Employment Agreement*, del cual debemos destacar especialmente la Sección Tercera, como en el *Stock Option Plan* creado por la compañía.

Comenzando por la citada Sección Tercera, en ella se establece la contraprestación que va a recibir el CEO por los servicios que presta a la compañía. Dicha contraprestación se compone básicamente de tres partes, a saber: (a) salario base, (b) *performance bonus* y (c) beneficios.

El salario base se compone de un monto anual fijo, pagadero en cuotas mensuales. Este salario base, al igual que otras compensaciones percibidas por el CEO, como ser seguro de vida, gastos de representación, pasajes aéreos, vacaciones, etc. son abonadas por

Salutia.com, Inc. con independencia del nivel de esfuerzo que realice el ejecutivo en el cumplimiento de sus funciones. A dicho salario básico, sin embargo, deben sumarse otros beneficios que solamente van a ser pagados si la compañía considera que la *performance* del CEO ha sido positiva para sus intereses o si el valor de la empresa ha aumentado. En efecto, el inciso (b) de la Sección Tercera del acuerdo de empleo establece en forma expresa que a la remuneración básica deberá sumarse un *bonus*, el cual se calculará teniendo en cuenta el rendimiento del ejecutivo y el cumplimiento de las metas acordadas al comienzo de cada año. Además de ello, el CEO puede obtener ganancias relacionadas con el crecimiento de la empresa, no solamente porque en este caso el CEO es accionista de la compañía, sino porque ha sido incluido como beneficiario del *Stock Option Plan* de aquella.

La Sección Primera del *Stock Option Plan* de Salutia.com, Inc. establece con claridad meridiana los objetivos perseguidos por la compañía al establecerlo. Dichos objetivos son básicamente los siguientes: (a) posibilitar el crecimiento de la compañía permitiendo a los directores, oficiales, empleados o asesores de la empresa adquirir acciones de la firma de manera de incrementar el interés personal de aquellos en dicho crecimiento y (b) proveer formas de recompensar la *performance* de dichas personas.

Si bien en un comienzo se analizó la posibilidad de que los planes de opciones de compra de acciones se estructuren al nivel de cada una de las subsidiarias, finalmente se decidió constituirlo con relación a acciones de la sociedad holding. La decisión tuvo un fundamento jurídico relacionado con la complejidad de establecer este tipo de programas en países como el nuestro, complejidad a la que ya nos hemos referido. Pero también se pensó que esa era la mejor manera de resolver ciertos problemas de agencia. En efecto, se trató de crear el esquema más adecuado para que ejecutivos y empleados de las distintas subsidiarias colaboren entre sí en beneficio de la compañía o, dicho de otro modo, de los propietarios de aquella. Se trata de la solución que adoptan ciertos propietarios de restaurantes cuando obligan a los mozos que se desempeñan para ellos a hacer un *pooling* con sus propinas, ejemplo citado por Posner sobre el final de su artículo<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Posner, Eric. Op. Citada. Pagina 8.

En definitiva, entonces, el contrato suscrito entre Salutia.com, Inc. y su CEO tiene los alcances y contiene las cláusulas que cualesquiera de nosotros podría haber imaginado a la luz de las opiniones de Sappington y Posner expuestas *supra*. Más aún, ambos autores se refieren expresamente a este contrato en los artículos de su autoría que hemos analizado.

En efecto, sobre el final de su obra, Posner explica que los accionistas pueden dar a los *managers* incentivos adecuados pagándoles solo en acciones de manera que aquellos se beneficien únicamente si la compañía genera ganancias. Sin embargo, continúa Posner, los *managers* no aceptarían un acuerdo de esa naturaleza ya que en una etapa de recesión no percibirían compensación alguna. Así, la generalidad de estos acuerdos incluyen un salario base más acciones o opciones para adquirirlas<sup>18</sup>.

Por el lado de Sappington, este autor escribe que las acciones y los *stock option plans* ayudan a alinear los intereses de ejecutivos y accionistas al hacer coincidir los *payoffs* de ambos. Además, profundiza el mencionado autor, el valor de las acciones de la firma resulta de utilidad para monitorear y evaluar la actividad de dichos ejecutivos sin incurrir en altos costos<sup>19</sup>.

## **V.- PROGNOSIS CONCLUSIVA.**

1. La relación de agencia implica necesariamente lo siguiente: (a) la existencia de un principal, (b) la existencia de un agente y (c) el establecimiento de una relación mutuamente aceptable para ambos –un contrato- en la cual el principal solicita al agente que trabaje a favor de sus intereses y se compromete a compensarlo por ello. Por su parte, y a fin de completar a grandes rasgos el concepto, el agente compromete cierto nivel de esfuerzos y aporta una información, destreza o tecnología que el principal no posee.

---

<sup>18</sup> Posner, Eric. Op. Citada. Pagina 7.

<sup>19</sup> Sappington, David E. Op. Citada. Páginas 63.

2. Toda vez que las partes no diseñen un acuerdo o contrato que solucione los distintos aspectos vinculados con el problema de agencia ya mencionado, inevitablemente aparecerán distintos costos que el principal deberá afrontar. Dichos costos son denominados “costos de agencia”.
3. Si bien podemos adoptar como principio general que un contrato en el cual se establezca una base remunerativa fija para el agente con más un plus o adicional para el caso de lograr ciertas metas u objetivos es el más adecuado para reducir lo más posible los conflictos y costos mencionados en el punto anterior de estas conclusiones, cada relación tiene sus particularidades, las cuales deben ser tomadas especialmente en cuenta a la hora de diseñar el instrumento contractual idóneo a tales fines.
4. En términos genéricos, entre las herramientas que más comúnmente utilizan las empresas para alinear los intereses de sus *key employees* con los objetivos corporativos o para motivarlos a realizar esfuerzos adicionales se destacan las siguientes: (a) bonus, (b) stock option plans, (c) golden parachutes y (d) otras herramientas de recursos humanos. Adicionalmente, existen ciertos elementos externos a las compañías que pueden tener efectos sobre el nivel de esfuerzo comprometido por los empleados de aquellas.
5. Cuando hablamos de mecanismos de control externo queremos significar que es posible minimizar el costo y la incidencia del conflicto de agencia a través de la disciplina impuesta a los administradores por el mercado en el cual la empresa de que se trate vende sus productos, el mercado de trabajo donde los administradores que gozan de una mayor reputación se encuentran en una posición de exigir salarios más altos y el mercado de control empresarial, donde los equipos de administradores compiten por el derecho de administrar los activos empresariales.