

ISSN 1992-1896



Contabilidad y Negocios

Revista del Departamento Académico
de Ciencias Administrativas

volumen 9, número 17
julio 2014



**FONDO
EDITORIAL**

PONTIFICIA **UNIVERSIDAD CATÓLICA** DEL PERÚ

EDITORIAL	3
ACTUALIDAD CONTABLE	
Aderência dos escritórios contábeis do município de São Paulo às normas sobre controle de bens do ativo imobilizado Juliano Augusto Orsi de Araujo y Ronaldo Bezerra de Menezes	5
BANCA Y FINANZAS	
Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida Juan Carlos Ames Santillán	15
Estrutura de propriedade e incentivos de catering para os dividendos nos países da zona euro António Carlos Gomes Dias y Maria Elisabete Duarte Neves	49
ADMINISTRACIÓN	
Responsabilidad empresarial: generación de capital social de las empresas Alex Medina Giacomozzi y Pedro Severino Gonzáles	63
Uma breve incursão aos primórdios da administração dos recursos humanos públicos: a importância de "The Study of Administration", de Woodrow Wilson, 1887 Miguel Lira y Ana Roso	73
ECONOMIA	
La política de competencia, crecimiento y globalización Pablo Martín Urbano y Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez	83
Colaboradores	100
Instrucciones a los autores	103

Después de ocho años de creación de la revista *Contabilidad y Negocios*, presentamos un nuevo número con la incorporación de nuevos objetivos: la publicación de artículos en portugués, mediante un trabajo coordinado con la editora asociada de nuestra revista en Brasil. Consideramos que la incorporación de artículos en otros idiomas, en este caso el portugués, contribuirán de manera más amplia con la difusión e intercambio de conocimientos entre la comunidad académica nacional e internacional.

Esperamos que la incorporación de artículos en portugués se presente de forma constante en la publicación de los próximos volúmenes de la revista, de modo que permita, como parte de nuestros objetivos, el reconocimiento de nuestras publicaciones en otros países de la región.

En este primer número del noveno volumen de la revista, los artículos seleccionados para su publicación se han agrupado en las siguientes secciones: Actualidad Contable, Banca y Finanzas, y Administración. Estos artículos, previamente evaluados mediante un proceso de arbitraje a que son sometidos, se describen de forma breve en la continuación.

En la sección Actualidad Contable, se incluye un artículo en el que los autores investigan la manera en

la que las firmas de servicios profesionales de contabilidad (estudios contables) aplican las normas para el control de activos inmovilizados, en la ciudad de Sao Paulo. Constatan que aquellas, a pesar de que cuentan con certificaciones de calidad y se evidencia su comprensión del concepto de *impairment* y del tratamiento contable requerido, no aplican las normas de forma sustancial.

En la sección Banca y Finanzas, se presentan dos artículos. En el primero, el autor propone una nueva metodología para la selección de fondos gestionados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en el Perú, basándose en la probabilidad de pérdida del afiliado. Esta última es definida como la probabilidad de que la rentabilidad al vencimiento (TIR) no supere el costo de oportunidad del afiliado. La metodología incorpora el efecto del desempeño histórico de la gestión del portafolio, y lo hace en la proyección de la rentabilidad esperada al vencimiento o edad de jubilación del afiliado.

El segundo artículo de esta sección examina la política de dividendos en la zona euro. En función de ello, evalúa la manera en que la estructura de propiedad afecta la disposición de las empresas para modificar el pago de dividendos según las preferencias de los inversionistas, de acuerdo con la teoría del *catering*.

En los resultados de la investigación, los autores señalan que existe una relación entre las variables de *catering* y de propiedad, particularmente, en el nivel de participación de accionistas y la interacción entre los dos principales accionistas, tomando en cuenta la posible colusión o disputa entre ellos.

La sección Administración incluye dos artículos. En el primero de ellos, los autores examinan la relación entre el capital social y la responsabilidad social empresarial. Su punto de partida es la constatación de que existe amplia información sobre la responsabilidad social empresarial y cómo esta se debe aplicar en las diferentes organizaciones. Sin embargo, no ocurre lo mismo con la creación de capital social. Sobre esa base, discuten la articulación que debe darse entre la estrategia, la creación de valor para cada uno de los grupos de interés o *stakeholders*, y la capacidad para producir capital social como elemento central de la responsabilidad social empresarial.

En el segundo artículo de esta sección, los autores analizan el artículo de Woodrow Wilson publicado en la revista *Political Science Quarterly*, vol. 2, núm.

2, de junio de 1887, titulado «The Study of Administration», desde la perspectiva de su impacto en la administración de recursos humanos en el sector público, tema no examinado en la literatura. Concluyen que el artículo de Wilson tendrá un gran impacto y contribuirá a la herencia intelectual del paradigma clásico de la Administración Pública, durante el siglo XX. A la vez, presenta algunos rasgos de lo que casi un siglo después se convertiría en la doctrina del *New Public Management* (NPM).

Siguiendo la línea establecida en nuestras publicaciones anteriores, expresamos nuestro agradecimiento a los autores de los artículos publicados en este número, que permiten cumplir con nuestro objetivo de publicación continua. Asimismo, queremos agradecer a los árbitros que participan en el proceso de evaluación de los artículos recibidos y publicados, y a los miembros del Comité Editorial de la revista, sin cuya participación y colaboración no sería posible alcanzar nuestros objetivos y la publicación de cada número de la revista.

El Director

Aderência dos escritórios contábeis do município de São Paulo às normas sobre controle de bens do ativo imobilizado

Juliano Augusto Orsi de Araujo y Ronaldo Bezerra de Menezes

Express Contábil S/S Ltda - Socio

Profissional de contabilidade

Este artigo cumpre com o objetivo de validar e evidenciar o nível de aderência dos escritórios contábeis do município de São Paulo, credenciados como referência de qualidade por órgão de classe (SESCON/SP), assim como pela ISO 9001, às normas contábeis para controle de bens do ativo imobilizado por meio de uma pesquisa aplicada. Elaborou-se um referencial teórico relacionado ao tema de forma a indicar a prerrogativa da norma e situar o leitor em relação ao questionário, possibilitando análise das respostas recebidas, além de qualificar os respondentes de forma a identificá-los com o tema proposto. Como resultado, constatou-se que as empresas contábeis, apesar do conhecimento da norma, não a aplicam de forma substancial. Concluiu-se que existe um conhecimento difundido das normas contábeis e o conceito de *impairment*. Porém, também há evidências de que existe a necessidade do aprimoramento do uso da norma.

Palavras-chave: escritórios contábeis, ativo imobilizado, normas contábeis, CPC 27

Accession from accounting offices at São Paulo about rules for controlling fixed assets

This article has complied with the aim to validate and show the level of adherence of accounting firms in São Paulo, accredited as a quality benchmark for organ class (SESCON/SP) as well as ISO 9001, accounting standards for control fixed assets through applied research. Elaborated a theoretical framework related to the topic to indicate the prerogative of the standard and situate the reader in relation to the questionnaire enabling analysis of the responses received, in addition to qualifying the respondents in order to identify them with the theme. As a result it was found that the accounting firms, despite knowledge of the standard do not apply substantially. It was concluded that there is widespread knowledge of accounting standards and the concept of impairment. However, there is also evidence that there is a need for improving the use of the standard.

Keywords: accounting firms, fixed assets, accounting standards, CPC 27

Integración de las normas para el control de activos fijos en los estudios contables de São Paulo

Este artículo tiene el objetivo de validar y evidenciar, a través de una investigación, la aplicación de las normas contables para el control de activos fijos por parte de los estudios contables en la municipalidad de São Paulo, acreditados como referencia de calidad por el gremio (SESCON/SP, Sindicato de Empresas de Servicios Contables), y por el estándar ISO 9001. Se elaboró un marco teórico relacionado con el tema para que se indique la prerrogativa de la norma y situar al lector en la encuesta, con esto se puede analizar las respuestas obtenidas y calificar a los encuestados según el tema propuesto. Como resultado, se constató que los estudios contables, a pesar de conocer la norma, no la aplican de forma substancial. Se concluye que se tiene información sobre las normas contables y también se entiende el concepto de *impairment*; sin embargo, también existe la necesidad de perfeccionar el uso de la norma.

Palabras clave: estudios contables, activos fijos, normas contables, CPC 27

1. Introdução

A publicação da Lei nº 11.638/2007, assim como a edição das normas do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, criado em 2005 como forma de integrar e atualizar as normas contábeis nacionais ao nível internacional do IASB (*International Accounting Standards Board* – Comitê Internacional de Normas Contábeis), trouxeram ao cenário nacional uma evolução no que tange ao reconhecimento e avaliação de ativos e passivos (Azevedo, 2012; Padoveze, 2012), como também o desvinculo da contabilidade em relação à normatização fiscal e tributária, antes amplamente utilizada pelos profissionais da área contábil em função da obrigatoriedade do Regulamento do Imposto de Renda – decreto nº 3.000/1999, art. 299 a 311 - em relação à dedutibilidade tributária e à subjetividade na atribuição de taxas efetivas de depreciação em relação ao tempo de vida útil dos bens, salvo elaboração de laudos com elevados custos para as empresas de forma geral.

Porém, em relação ao cenário nacional, onde a maior parte das empresas é composta por micro e pequenos empresários, clientes de escritórios contábeis, torna-se um desafio à correta aplicação do normativo contábil corrente em relação à subjetividade na atribuição de valores para ativos e passivos, principalmente no que tange aos bens do Ativo Imobilizado e suas taxas de depreciação e controle deles. Desta forma, objetiva-se com este estudo pesquisar o nível de aderência deste público às especificações do pronunciamento CPC 27 e/ou Seção 17 do CPC PME em relação aos seus clientes. Deste modo, constrói-se a questão de pesquisa: qual o nível de aderência e aplicabilidade da norma CPC 27 e/ou seção 17 do CPC PME por pequenas e médias empresas através de seus prestadores de serviços contábeis?

Assim, o objetivo geral do estudo desenha-se em avaliar criticamente o nível de aderência e aplicabilidade da norma CPC 27 e/ou seção 17 do CPC PME pelo principal público nacional (pequenas e médias empresas) em relação aos seus prestadores de serviços contábeis, de forma a contribuir para o estudo de melhores práticas. Por objetivos específicos têm-se:

- Constatar o nível de aderência dos escritórios de contabilidade do município de São Paulo ao CPC 27 e/ou Seção 17 do CPC PME.
- Apontar as principais dificuldades na aplicação da norma pelas empresas nacionais em função da prestação de serviços contábeis.
- Avaliar criticamente o controle de Bens do Ativo Imobilizado no cenário nacional do ponto de vista dos profissionais contábeis.

O trabalho justifica-se pelo fato de que as empresas de serviços contábeis no dia a dia enfrentam uma série de dificuldades em relação à prestação de serviços que lhes cabe disponibilizar aos seus clientes. Uma parte em função da estrutura precária das próprias empresas-clientes que não conseguem entregar o mínimo necessário ao seu prestador de serviços para que possam receber o mínimo necessário de informações relevantes à sua administração e ao fisco (preocupação máxima dos tomadores de serviços das empresas de serviços contábeis no âmbito nacional).

Neste contexto, uma das principais dificuldades está na atribuição de valores para seus ativos e passivos, devido à distância entre administração interna e contabilidade externa, como citado por Santos e Veiga (2011, p. 11): «com a adequação do Brasil às normas internacionais de contabilidade, e com a globalização que tem gerado muitas alterações nas economias locais, principalmente em países emergentes, surge à necessidade imediata de um novo profissional na área contábil».

Para que este perfil de profissional citado seja possível, faz-se necessária a correta aplicação dos normativos contábeis e a proximidade do prestador de serviços contábeis com o cliente em seu dia a dia. Pois, segundo Szüster (2005), é fundamental a proatividade dos profissionais de contabilidade para aperfeiçoamento da capacidade informacional às instituições.

Não obstante, esta questão de pesquisa também é problema de estudos ao redor do mundo: Stainbank (2010) na África do Sul; Ibarra e Suez-Sales (2011), na Ásia; Chand e Comings (2008) e Laing (2012) na Austrália; Pervan (2012) na Croácia; Fitzpatrick e Frank (2012) nos Estados Unidos; Hussain, Chand e Rani (2012) em Fiji; Haribhakti (2008) na Índia; Rachmawati (2010) na Indonésia; Capodaglio, Santi e Tozzi (2011) na Itália; Madawaki (2012) na Nigéria; Rashid, Amin e Farooqui (2012) no Paquistão; Vallisová e Dvorakova (2011) na República Tcheca; Albu e Albu (2010) e Bunea, Sacarin e Minu (2012) na Romênia; Atik (2010) na Turquia; e Bohusova (2011), que apresentou uma visão global acerca da aderência das normas.

2. Referencial teórico

O Brasil é um país de colonização exploratória e, por isso, amplamente seguidor de normas e leis, tal como citado por Schmidt, Santos e Fernandes (2006, p. 46):

Historicamente, a principal dicotomia de padrões de contabilidade envolve o fato de as nações possuírem um sistema legal consuetudinário (*common law*) ou codificado (*code law*). As nações que adotaram a codificação de suas regras de comportamento também tenderam a prescrever formalmente as práticas contábeis, os relatórios financeiros; ainda mais frequente, o papel desempenhado pelos relatórios financeiros é o de atender aos sistemas tributários do país.

A criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, em 2005, foi um marco na formação de normas homogêneas e distintas do sistema tributário nacional, trazendo o país a uma evolução existente na Europa com a criação do IASC (*International Accounting Standards Committee*), hoje IASB (*International Accounting Standards Board*). Desta forma, não se pode tratar de normas contábeis no Brasil sem antes ater-se à criação e ao desenvolvimento do IASB.

2.1. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis Internacional (IASB)

O IASC foi criado em 1973 no Reino Unido, assim como o FASB nos Estados Unidos, de forma a preencher a lacuna de uma linguagem comum no mundo dos negócios, principalmente no que tange ao volume crescente dos mercados internacionais em matéria de investimentos que, como citado por Mackenzie *et al.* (2013), p. 37 «criar um órgão normatizador internacional para sobrepor as iniciativas dentro da UE, que se baseavam fortemente no modelo contábil do código legal».

Em decorrência da influência da IOSCO, uma organização internacional de comissões de valores mobiliários, pressionando o mercado internacional para normas contábeis resistentes internacionalmente de forma a garantir a segurança dos investidores o IASC melhorou as normas anteriormente existentes e, após todo o processo de reestruturação no ano 2000, as IAS (*International Accounting Standards*, ou Normas Internacionais de Contabilidade – após 2000 IFRS) passaram a ser referência em relação ao mercado internacional e passou a ser conhecido como IASB, sob supervisão da fundação IFRS quanto à criação de normas e atualização das normas existentes.

2.2. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis Brasileiro – CPC

Criado em 2005 em função da necessidade de adequação das normas contábeis brasileiras em relação às normas adotadas internacionalmente, principalmente devido ao crescimento econômico e a injeção de capitais externos no país, além da diminuição do risco-país, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) uniu os segmentos relacionados ao meio contábil nacional, instituições de classe (CFC, APIMEC, CVM, SUSEP), auditores (IBRACON), academia (FEA-USP), assim como o mercado (BM&F/Bovespa) e até mesmo o meio fiscal tem sua participação e opinião na figura do Ministério da Fazenda (RFB), de forma a modernizar a contabilidade e deixá-la mais próxima dos padrões internacionais.

Dentre as 42 normas emitidas pelo CPC em vigor no ano de 2012, destaca-se o CPC 27, objeto deste estudo sobre as normas de controle de bens o Ativo Imobilizado.

2.3. Pronunciamento CPC 27 – Ativo Imobilizado

O Pronunciamento Técnico CPC 27 – Ativo Imobilizado entrou em vigor em 2009, referente ao ano calendário 2010, e retrospectivamente às demonstrações comparativas de 2009, e quando de sua aprovação pela CVM, SUSEP e CFC gerou uma das maiores revoluções frente ao modelo contábil utilizado até então para o controle de bens do Ativo Imobilizado, principalmente em relação às estimativas contábeis para apuração e contabilização da depreciação e dos valores residuais dos ativos de qualquer entidade.

De forma a ilustrar o conceito aplicado de Ativo Imobilizado, Padoveze *et al.* (2012, p. 172) definem que «ativo imobilizado (ou ativos fixos tangíveis) representam todos os bens de longa permanência

na empresa, destinados ao atendimento do funcionamento normal das atividades da empresa e de seu empreendimento».

Assim, qualquer bem e/ou direito sobre bem tangível (uma vez que os direitos não tangíveis são tratados em pronunciamento específico), intrinsecamente ligado à produção e/ou a atividade empresarial, que gere benefícios em mais de um período, é tratado com base no CPC 27. Exceção às pequenas e médias empresas, que têm suas atividades reguladas em um pronunciamento específico, no qual as regras relacionadas ao Ativo Imobilizado estão relacionadas em sua seção 17 (CPC PME, seção 17 – Ativo Imobilizado), com regras semelhantes, porém com menor riqueza de detalhes, uma vez que as empresas que aplicam estas regras não estão obrigadas a prestação pública de contas em relação a terceiros (investidores, analistas de mercado, etc.).

As normas contábeis internacionais, assim como as normas contábeis emitidas pelo CPC, são referências de base para a contabilização, mensuração e divulgação dos valores dos bens e direitos relacionados a cada norma em especial.

As classes e ativos, para representação fidedigna de suas variações e correta alocação dos valores de mensuração, ou seja, a correta aplicação dos conceitos do pronunciamento CPC 27 e/ou item 17 do CPC PME, se relacionam diretamente a outros pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Os demais pronunciamentos contábeis em maior ou menor grau se relacionam de forma a atribuir valor e dar base para a correta aplicação do CPC 27 em todas as suas prerrogativas. Outrossim, considerado o imobilizado na sua forma básica de contabilização e atribuição de valores, temos o conflito entre a norma contábil pura e norma fiscal, o qual trataremos a seguir.

2.4. Controle de Ativo Imobilizado segundo a legislação fiscal

Os critérios de reconhecimento e mensuração do Ativo Imobilizado, quando relacionados aos aspectos fiscais, não se diferenciam muito em relação ao critério adotado pelo CPC quando se fala da contabilização inicial pelo custo de aquisição. Porém, quando se tratam de alguns itens, como os adquiridos por meio de *Leasings* (mesmo financeiro), a atribuição de valores de provisão de futuros valores de montagem e desmontagem, custo de empréstimos e taxas de câmbio passam a ser considerados diretamente ao resultado e ajustados no cálculo dos tributos diretos por meio do registro contábil em contas de resultado ou dos ajustes de adição e exclusão a que estão sujeitas as empresas de lucro real (aquelas tributadas com base no resultado contábil ajustado pelas adições exigidas e exclusões permitidas pelo Regulamento do Imposto de Renda – RIR/99).

Quando se trata de critérios para reconhecimento, a legislação tributária atribui, inclusive, valor mínimo para registro como imobilizado, de acordo com o art. 301, de R\$ 326,61 (trezentos e vinte e seis reais e sessenta e um centavos). Outro aspecto relacionado à legislação fiscal está na atribuição de taxas fixas para depreciação por classes de bens, diferente do preceituado pelo CPC com base em taxas apuradas de acordo com a vida útil e o valor recuperável de bens (art. 305 a 323 do RIR/99).

Em razão da recuperação de tributos indiretos (como PIS, COFINS e ICMS), como em relação à dedutibilidade como despesa da depreciação para fins de tributos diretos (IRPJ e CSLL), os profissionais de contabilidade, até a entrada em vigor da Lei nº 11.638/07 e 11.941/09, consideravam as taxas fiscais como taxas efetivas, o que, do ponto de vista contábil,

tinha uma influência negativa em relação à apuração de resultados e controle do imobilizado como um todo. Felizmente, hoje, tem-se uma norma comum separada da legislação fiscal para fins de técnica contábil e correta apuração de valores patrimoniais e de resultado.

3. Metodologia

3.1. Tipo da pesquisa

O trabalho será executado por meio de uma pesquisa aplicada, com a intenção de gerar conhecimento para aplicação prática e mudança de paradigmas em relação ao tema escolhido, de cunho descritivo, uma vez que intenta a verificação de um fenômeno particular (controle e correta aplicação da norma para controle de bens e cálculo de depreciação para o Ativo Imobilizado), por meio da aplicação de um questionário objetivo a uma amostra da população escolhida.

3.2. População e amostra

A população sujeita à pesquisa prática foi definida como os escritórios contábeis que prestam serviços na cidade de São Paulo, capital, independentemente de seus clientes estarem situados nesta mesma região ou em regiões próximas. Para limitação da população, foi definida uma instituição de classe (SESCON/SP – Sindicato das Empresas de Serviços Contábeis, Assessoramento, Perícias, Informações e Pesquisas no Estado de São Paulo), em função de sua representatividade no ambiente das empresas-objeto deste estudo.

A amostra da população foi limitada em razão das empresas serem tidas como de maior qualidade no meio, atestadas pela própria instituição de classe por meio de seu programa de premiação e certificação de qualidade (PQEC – Programa de Qualidade das

Empresas Contábeis) e adicionalmente o ISO 9001 (certificação de qualidade de padrão mundial em relação a processos de trabalho para serviços).

O tamanho da população foi de 38 escritórios contábeis e 14 conformaram a amostra. O período de aplicação do questionário foi do 25/03/2013 ao 23/04/2013.

3.3. Formação do questionário aplicado

O questionário aplicável será constituído de 10 (dez) questões objetivas e dividido em duas frentes, sendo a primeira (questões 01 a 04) de forma a qualificar a amostra, por meio da coleta de dados do escritório, e a segunda (questões 05 a 10) para verificação do conhecimento sobre o assunto e da aplicabilidade da norma pelas empresas-objeto da amostra, por meio eletrônico, com uso de uma ferramenta da WEB (*site* www.surveymonkey.com).

Anexo ao questionário, foi encaminhada uma carta de solicitação e apresentação da pesquisa de forma a informar aos participantes da amostra: a) a proposta da pesquisa; b) instruções de preenchimento, c) instruções para devolução.

4. Discussão dos resultados

Esta seção objetiva a discussão dos resultados alcançados por meio da aplicação do questionário da pesquisa junto aos escritórios contábeis do município de São Paulo, em relação ao tema proposto. Uma vez que o objetivo da pesquisa era a avaliação do nível qualitativo (nível de aderência) da aplicação das normas contábeis em relação ao controle dos ativos imobilizados por parte dos escritórios contábeis da região estudada, a primeira parte identificou o perfil dos respondentes (questões 01 a 04) e a segunda, o nível de aplicação da norma (questões 06 a 10), apresentando os resultados mostrados a seguir.

4.1. Perfil dos respondentes

Por meio do questionário foi definido o perfil dos respondentes, sendo que 35,71% foram classificados como empresas de médio porte; com o mesmo percentual (35,71%), em empresas de pequeno porte; e, com 28,57%, em microempresas, sendo esta variação comum em relação à classe pesquisada (escritórios contábeis), principalmente no que tange à população pesquisada (nível de qualidade aprovado pela instituição de classe e pela ISO 9001).

Tabela 1. Porte das empresas da amostra

Opções de resposta	Respostas	
Empresa de grande porte	0%	0
Empresa de médio porte	35,71%	5
Empresa de pequeno porte (EPP)	35,71%	5
Micro empresa (ME)	28,57%	4
Total		14

Outro aspecto identificado foi a situação do perfil de clientes dos escritórios respondentes, com o qual foi apresentado que 71,43% são prestadores de serviços, 21,43% são de empresas comerciais de atacado e varejo e 7,14% são de indústrias, conforme tabela apresentada abaixo:

Tabela 2. Perfil dos clientes atendidos pelos escritórios contábeis

Opções de resposta	Respostas	
Indústrias (transformação, beneficiamento, etc.)	7,14%	1
Empresas comerciais (atacado e varejo)	21,43%	3
Serviços	71,43%	10
Fundações / Associações / Assistência social	0%	0
Outros	0%	0
Total		14

Desta forma, identificando a procedência da amostra em relação à população pesquisada, foi executada uma prévia da prática contábil em relação aos clientes destes escritórios sob dois aspectos: 1) a utilização das demonstrações contábeis elaboradas pelos respondentes e 2) a forma de registro e controle dos ativos imobilizados, com os seguintes resultados:

Tabela 3. Predominância da utilização das demonstrações contábeis:

Opções de resposta	Respostas	
Prestação pública de contas (bolsas de valores, acionistas minoritários)	0%	0
Utilização interna (administração, bancos, etc.)	92,86%	13
Não elaboram demonstrações contábeis	7,14%	1
Total		14

Tabela 4. Forma de registro e controle dos ativos imobilizados:

Opções de resposta	Respostas	
Executam o controle internamente e apenas entregam para contabilização	7,14%	1
Escritório executa periodicamente com acompanhamento inclusive dentro do cliente	0%	0
Escritório apenas registra as notas e contratos de entrada de bens, calcula e registra a depreciação	85,71%	12
Não temos informações	7,14%	1
Total		14

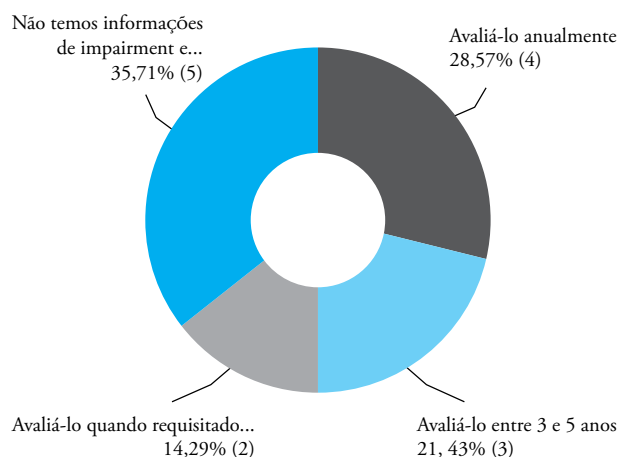
4.2. Nível de aplicação da norma

Após a identificação da amostra de respondentes da população analisada, o próximo passo foi identificar o real nível de aderência e aplicação da norma no controle de ativo imobilizado, por meio de questões que, basicamente, têm a função de verificar o conhecimento da norma pelos profissionais em relação

ao constante do CPC 27 ou do item 17 do CPC PME. Uma vez que o perfil dos respondentes foi identificado basicamente por microempresas, a empresas de porte médio e que, predominantemente, prestam serviços a outros prestadores de serviço, a aplicabilidade foi relacionada, principalmente, às normas do CPC PME.

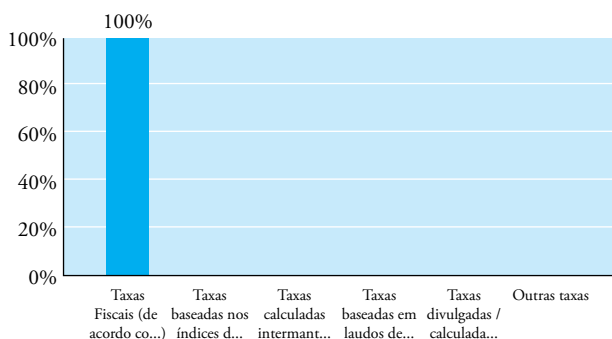
O primeiro tópico (questão 05) teve como foco o *impairment* dos itens do ativo imobilizado e apresentou uma mescla de respostas variadas, com 28,57% dos respondentes entendendo que a avaliação de *impairment* deve ser efetuada anualmente; 21,43%, entre 3 e 5 anos; 14,29%, por imposição do normatizador tributário (RFB); e 35,71% alegando a não existência de *impairment* nos controles de imobilizado executados na sua prestação de serviços.

Gráfico 1. Orientação aos clientes em relação ao *impairment*



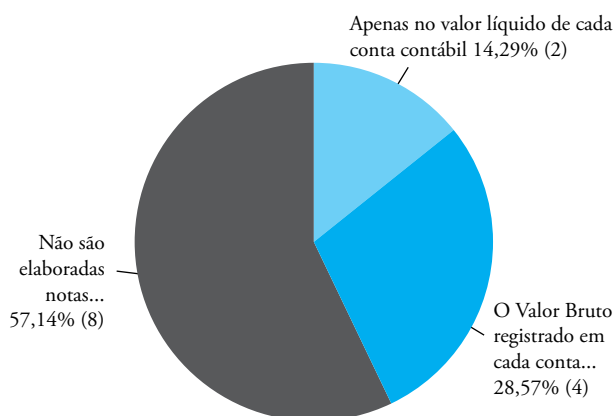
Em seguida (questão 06), foram analisadas as taxas aplicadas na apuração da depreciação dos bens do imobilizado dos clientes dos escritórios analisados, com 100% de alegação de aplicação das taxas fiscais divulgadas em instrução normativa da RFB.

Gráfico 2. Taxas de depreciação utilizadas em seus clientes



O próximo tópico (questão 07) se refere à elaboração de notas explicativas das demonstrações contábeis em relação ao ativo imobilizado, no qual a maioria dos respondentes (57,14%) admitiu a não execução de notas explicativas nas demonstrações contábeis, enquanto que 14,29% divulgam o valor líquido de cada conta contábil e 28,57% o valor bruto e a dedução de depreciação acumulada.

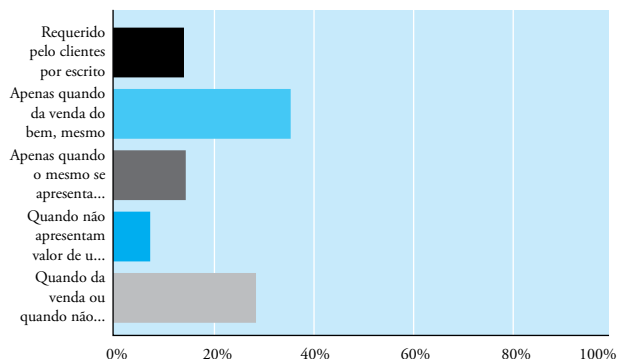
Gráfico 3. Notas explicativas sobre o controle do imobilizado



A questão 08 tem como intenção a avaliação do conhecimento e aplicação da norma em relação à baixa de bens, com um nível de respostas variadas em relação às opções dadas aos respondentes, com 14,29%

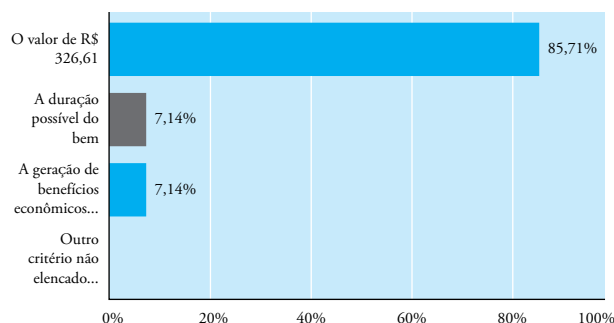
dos respondentes indicando a baixa por solicitação do cliente; 14,29% indicando que executa a baixa quando do bem danificado sem a respectiva manutenção; 35,71% apenas quando da venda; 7,14% quando não apresentam valores de uso, totalmente depreciados; e 28,57% quando os bens não apresentam mais a capacidade de gerar receitas.

Gráfico 4. Baixa de itens do ativo imobilizado



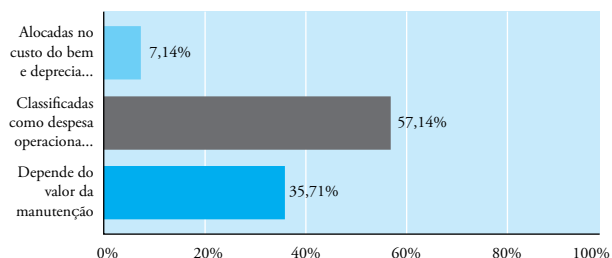
Em relação à questão 09, intenta a verificação do critério para imobilização de determinado bem, culminando em 85,71% dos respondentes utilizando o critério fiscal do valor de R\$ 326,61; 7,14% em relação ao período de duração do bem; e outros 7,14% respondendo em relação à geração de benefícios econômicos futuros pelo objeto de classificação.

Gráfico 5. Critério para classificação do ativo imobilizado



E, por fim, a questão 10 intenta a validação de informações em relação ao tratamento das manutenções periódicas dos bens do ativo imobilizado, sendo que 57,14% consideram-na despesa operacional; 7,14% alocando-a no custo do bem e calculando depreciação sobre ela; e 35,71% indicando que esta alocação depende do valor da manutenção.

Gráfico 6. Tratamento acerca de manutenções no ativo imobilizado



5. Conclusão

O objetivo proposto por este artigo foi alcançado, uma vez que foram verificadas e avaliadas as condições de aderência e aplicação da norma contábil correspondente ao tratamento dos itens constantes do ativo imobilizado (CPC 27 e/ou item 17 do CPC PME) pelos escritórios contábeis do município de São Paulo. Como aspecto positivo, foi verificado relativo conhecimento dos profissionais de escritórios contábeis em relação à norma, confirmado por:

- Entendimento do conceito de *impairment*.
- Conhecimento do conteúdo possível das notas explicativas das demonstrações.
- Indicação de conhecimento sobre o tratamento das despesas com manutenção de bens.
- Porém, como aspectos negativos, tem-se a ausência de aplicação da norma, evidenciada por:

- Predominante utilização das taxas fiscais para depreciação de bens.
- Ausência de elaboração de notas explicativas para as Demonstrações Contábeis.
- Utilização do critério de valor constante da norma fiscal para classificação de bens do ativo imobilizado.

Desta forma, foi verificado um baixo nível de aderência às normas do CPC 27 e item 17 do CPC PME pelos escritórios de contabilidade do município de São Paulo, dentre aqueles que têm um alto nível de qualidade credenciados por instituição de classe e normas de padronização da ISO 9001, uma vez que, pela própria norma do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a aplicação da norma não pode ser executada de forma parcial.

Como sugestão para trabalhos futuros, poderá ser realizada uma pesquisa de campo para indicação dos fatores de dificuldade na relação entre empresas-clientes e escritórios contábeis para a completa aplicação das normas de controle do ativo imobilizado e entendimento das principais dificuldades encontradas para aplicação dele.

Referências bibliográficas

- Albu, C. N. & N. Albu (2010). The context of the possible IFRS for SMEs implementation in Romania. An exploratory study. *Accounting and Management Information Systems*, 9(1), 45-71. Minneapolis.
- Atik, A. (2010). SME's views on the adoption and application of «IFRS for SMEs» in Turkey. *European Research Studies Journal*, XIII(4), 19-31. Piraeus.
- Azevedo, O. R. (2012). *Comentários às Novas Regras Contábeis*. São Paulo: IOB.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2009). CPC 27 - ATIVO IMOBILIZADO. Brasília, DF, Brasil.

- Conselho Federal de Contabilidade (2010). *Contabilidade para pequenas e médias empresas: Normas Brasileiras de Contabilidade*. Brasília: CFC.
- Higushi, H., F. H. Higushi & C. H. Higushi (2010). *Imposto de Renda das Empresas*. São Paulo: IR Publicações.
- Iudicibus, S. D., E. Martins, E. R. Gelbcke & A. d. Santos (2010). *Manual de Contabilidade Societária*. São Paulo: Atlas.
- Mackenzie, B., D. Coetese, T. Nijikizana, R. Chamboko, B. Colyvas & B. Hanekom (2013). *IFRS 2012 Interpretação e Aplicação* (F. A. Costa, L. Zilio & M. Bandarra, Trads.). Porto Alegre: Bookman.
- Padoveze, C. L., G. C. De Benedicto & J. d. Leite (2012). *Manual de Contabilidade Internacional IFRS - US Gaap - BR Gaap*. São Paulo: Cengage Learning.
- Santos, F. d. & W. E. Veiga (2011). *Contabilidade com Ênfase em Micro, Pequenas e Médias Empresas*. São Paulo: Atlas.
- Schmidt, P., J. L. Santos & L. A. Fernandes (2006). *Fundamentos de Contabilidade Internacional*. São Paulo: Atlas.
- Stainbank, L. J. (2010). An examination of the due process in South Africa which led to the adaption of the draft IFRS for SME's. *Meditari Accountancy Research*, 18(2), 57-71. Bingley.
- Vallisova, L. & L. Dvorakova (2011). Corporate accounting processes in the Czech Republic in the context of european harmonization. *International Journal on GSTF Business Review*, 1(1), 23-28. Toronto.

Fecha de recepción: 17 de octubre de 2013

Fecha de aceptación: 5 de mayo de 2014

Correspondencia: juliano@expresscontabil.com.br

Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida

Juan Carlos Ames Santillán

Agencia de Promoción de la Inversión Privada (Proinversión)
Dirección de Promoción de Inversiones

El presente trabajo desarrolla una nueva metodología para la selección de fondos gestionados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), basada en la probabilidad de pérdida del afiliado. La metodología incorpora el efecto del desempeño histórico de la gestión del portafolio, en el período marzo 2006-mayo 2013, y lo hace en la proyección de la rentabilidad esperada al vencimiento o edad de jubilación del afiliado.

Palabras clave: AFP, Simulación de Montecarlo, series estacionarias, probabilidad de pérdida, gestión y desempeño de fondos, finanzas

Historical pension funds performance and application of a selection criteria based on the probability of loss

This paper proposes a new methodology for selecting a pension fund base on the probability of loss for its customers. The methodology includes the historical performance of the portfolio between, March 2006 and May 2013, and projects its profitability either to maturity or to the customer's retirement age.

Keywords: AFP, Monte Carlo Simulation, stationary series, probability of loss, funds management, funds performance, finance

O desempenho das administradoras de fundos de pensão e o mecanismo de seleção baseado na probabilidade de perda

Este trabalho desenvolve uma nova metodologia para a seleção dos fundos geridos pelas Administradoras de Fundos de Pensão (AFP), com base na probabilidade de perda do afiliado. A metodologia considera o efeito do desempenho histórico na gestão das carteiras de março de 2006 até maio de 2013, e o inclui na projeção da taxa de rendimento esperada ao vencimento ou até a idade para aposentadoria do afiliado.

Palavras-chave: AFP, simulação de Monte Carlo, séries estacionárias, probabilidade de perda, gestão e desempenho dos fundos, finanças

Introducción

Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) en Perú juegan un papel muy importante en el ahorro previsional. Los afiliados a estas realizan aportes en cuentas de capitalización individual, los fondos captados son administrados, constituyéndose para tal fin fondos de inversión gestionados profesionalmente. A cambio, los afiliados pagan una comisión de gestión mensual (incluida la prima de seguro). Cabe anotar que las AFP se encuentran reguladas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

En la tabla 1, se muestran los fondos administrados por las AFP al 31 de mayo de 2013, que ascienden a US\$ 36 mil millones —S/. 98 mil millones—, equivalentes al 18,7% del PBI nominal del 2012 (Ministerio de Economía y Finanzas, 2013). De ellos, la mayor concentración (69% del total) está en el fondo 2; el 20% del total se da en el fondo 3; y, por último, el 11% del total se encuentra en el fondo 1.

Tabla 1. Fondos administrados por las AFP al 31/05/2013 (en millones de US\$)

AFP	Fondo 1 US\$	Fondo 2 US\$	Fondo 3 US\$	Total US\$	%	Afiliados activos
Horizonte	1103	5910	1514	8527	23,7	1,42
Integra	1260	7386	2099	10745	29,9	1,35
Prima	1246	7409	2567	11221	31,2	1,47
Profuturo	560	3920	950	5430	15,1	1,15
Total	4168	24625	7129	35922	100,0	5,39
%	11,6	68,5	19,8	100,0		

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2009b. Elaboración propia.

El total de afiliados activos al sistema privado de pensiones, al 31 de mayo de 2013, asciende a 5,39 millones, lo cual equivale al 33,4% de la población económicamente activa (Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, 2013) al cierre del año 2012 y

al 17,9% de la población total (Instituto Nacional de Estadística e Informática, s.f.). En cuanto al total de fondos administrados por las AFP, la mayor concentración se encuentra en AFP Prima, con 31% del total.

Los afiliados pueden elegir la AFP y tipo de fondo (1, 2 y 3) señalados en la tabla 1, a partir de criterios como la aversión al riesgo y la edad del afiliado. De acuerdo con lo señalado por la SBS (2014), los criterios para la constitución de los fondos son los siguientes:

- Fondo de pensiones tipo 1 o de preservación de capital. Presenta un límite máximo de 10% del valor del fondo invertido en instrumentos de renta variable, un máximo de 100% del valor del fondo invertido en instrumentos de renta fija mayores a un año, hasta 10% del valor del fondo invertido en instrumentos derivados para cobertura y hasta 40% del valor del fondo invertido en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo.
- Fondo de pensiones tipo 2 o fondo mixto. Cuenta con inversiones equivalente a 45% del valor del fondo como máximo, invertido en activos de instrumentos de renta variable. Asimismo, tiene un máximo de 75% del valor del fondo invertido en instrumentos de renta fija mayores a un año, hasta 10% del valor del fondo en instrumentos derivados para cobertura, y hasta 30% del valor del fondo en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo.
- Fondo de pensiones tipo 3 o fondo de apreciación de capital (fondo de crecimiento). Está compuesto como máximo por instrumentos de renta variable equivalentes a 80% del valor del fondo. El 70% del valor del fondo como máximo debe estar invertido en instrumentos de renta fija mayores a un año. De igual modo, hasta 20% del valor del fondo como máximo debe invertirse en instrumentos derivados para cobertura, y un máximo de 30% del valor del fondo corresponderá a instrumentos de corto plazo o activos en efectivo.

El presente trabajo desarrolla una herramienta para seleccionar el tipo de fondo y AFP, basándose en un criterio que minimiza la probabilidad de pérdida del afiliado. Cabe anotar que esta se entiende como la probabilidad de que la rentabilidad esperada al vencimiento (al momento de jubilación) sea menor a un nivel de rentabilidad mínimo exigido. A partir de ello, se incorpora la variable gestión de los fondos para determinar dicha probabilidad.

1. Marco de referencia

Dentro del análisis de las principales variables del sistema previsional peruano, no se han desarrollado índices unidimensionales que sean usados como herramientas para evaluar de forma integral el desempeño de los fondos administrados por las AFP, desde una perspectiva del afiliado. Actualmente, las herramientas más utilizadas por el lado de las AFP están enfocadas en la rentabilidad histórica obtenida en sus fondos administrados. En ese marco, se selecciona períodos de comparación entre estas, de forma que sea un soporte a sus estrategias comerciales de captación de afiliados. Asimismo, al momento de evaluar cuál fondo es más conveniente, las AFP realizan recomendaciones generales. En algunos casos, llevan a cabo encuestas que incluyen preguntas sobre el nivel de aversión al riesgo para recomendar el tipo de fondo más conveniente.

Por el lado de la regulación, la SBS (2012a, c y d) ha enfocado sus esfuerzos en alentar la competencia entre las AFP para lograr la reducción de comisiones. En este contexto, se ha planteado y viene implementándose el sistema de comisión por saldo (cobro de comisión de gestión sobre el saldo acumulado). Este último reemplazaría gradualmente al actual sistema de comisión por flujo (cobro de comisión de gestión sobre la remuneración percibida).

El concepto de índice unidimensional, que permite a los afiliados medir el desempeño de las administradoras de fondos de pensiones, ha sido planteado en trabajos como los de Valdés (1992) y Berstein y Castro (2005) para el mercado chileno de AFP. De acuerdo con ello, se determina la rentabilidad neta de comisiones (tasa interna de retorno o TIR) obtenida por el afiliado en un período de tiempo. En cuanto a la proyección de la rentabilidad neta obtenida para un determinado período, esta considera ciertos supuestos sobre la rentabilidad futura de los portafolios gestionados por las AFP. Respecto a ello, se debe tener en cuenta que estos retornos son fijos en la proyección.

Cabe anotar que, en estos trabajos, se determina la rentabilidad neta como la rentabilidad al vencimiento (TIR), que —a su vez— depende de la rentabilidad obtenida por las AFP en su gestión de los fondos previsionales menos las comisiones que paga el afiliado por la gestión de dichos fondos. Dentro de este esquema, la TIR obtenida es el índice unidimensional a ser utilizado por el afiliado para la toma de decisiones.

En el presente trabajo, se desarrolla una nueva metodología, que permite obtener un indicador unidimensional comprensible para el afiliado, el cual contiene la siguiente información:

- a) El desempeño histórico de las AFP en la gestión de los fondos previsionales
- b) Una proyección de rentabilidad que obtendrían las AFP en su gestión de los fondos previsionales, que considera su naturaleza aleatoria
- c) El costo de oportunidad de los fondos
- d) La proyección de comisiones a pagar
- e) Los supuestos intrínsecos al afiliado (remuneración, frecuencia de aportación, entre otros), resumido en un número denominado *probabilidad de pérdida del afiliado*

Bajo este nuevo indicador, se determina cuál es la probabilidad de pérdida de dinero en determinado tipo de fondo. En esta línea, una mayor probabilidad implica un mayor riesgo respecto a los demás fondos.

Ahora, este nuevo indicador, en la proyección de rentabilidad obtenida por las AFP, no considera que las rentabilidades son fijas en el horizonte de proyección. Por el contrario, considera que son variables aleatorias, cuyos parámetros y tipo de distribución se obtienen a partir de la distribución de probabilidad de los retornos históricos. Dentro de este marco, se parte del supuesto de que los retornos futuros replican el comportamiento aleatorio pasado.

Metodológicamente, el asumir la aleatoriedad de los retornos futuros ha sido utilizado por Munnell y otros (2013), para proyectar el nivel de solvencia futura de los fondos previsionales en Estados Unidos. En función de ello, construye portafolios conformados con información histórica de instrumentos de renta fija y variable. Se debe anotar que una metodología similar ha sido utilizada por Alonso y otros (2010) para proyectar los niveles de rentabilidad que obtendrían las AFP en el mercado colombiano bajo un esquema de multifondos (fondos con inversión en renta fija y variable).

Para la construcción del indicador propuesto, no ha sido necesario construir a priori portafolios con información histórica de instrumentos de renta fija y variable, que repliquen los retornos que se obtendrían en estos mercados. Ello responde a que se dispone de información histórica de los valores cuota de los fondos administrados por las AFP. Estos contienen información sobre los precios de los instrumentos en los que invierten las AFP en cada tipo de fondo (1, 2 y 3).

2. Análisis de la bibliografía revisada

Munnell y otros (2013) realiza un estudio sobre proyecciones de rentas de jubilación para fondos de pensiones locales y estatales en Estados Unidos. Para determinar las rentas de jubilación, tomó en cuenta proyecciones de retornos de inversión de los fondos con el supuesto de que estos se comportan de forma estocástica en el horizonte de proyección. Para definir las distribuciones de probabilidad de los retornos, consideró que estas se determinan a partir de portafolios de inversión, cuya rentabilidad depende de los retornos de instrumentos de renta fija y variable. Para tal efecto, utilizó información histórica del período 1955-2012.

El estudio utiliza la simulación de Monte Carlo para obtener distribuciones de probabilidad de las rentas de jubilación, para lo cual se sirve, como insumo, de las distribuciones de probabilidad de los retornos de los fondos. Ello lo realiza con el objetivo de proyectar el desempeño del ratio fondeo agregado (medida de solvencia de fondos de pensiones) para fondos de pensiones locales y estatales. La importancia de esta investigación es que plantea una alternativa metodológica basada en métodos estocásticos para determinar los retornos que serán utilizados en las proyecciones, en lugar de servirse del supuesto de retornos constantes (análisis determinista).

Por su parte, Mendiola y otros (2013) realizan una proyección de rentabilidad real neta de comisiones de los fondos administrados en el Sistema Privado de Pensiones en Perú, para un período de 40 años, con periodicidad mensual. Ello se sitúa en 5,97% anual. Como paso previo, realiza un análisis de rentabilidad histórica para el período diciembre 2005-diciembre 2011. Para ello, determina el índice de Sharpe de los fondos administrados por las AFP. De este modo,

concluye que los fondos de menor riesgo (fondo 1) han sido los de mejor desempeño —en relación con los fondos de mayor riesgo (fondos 2 y 3)—, y propone alternativas para incrementar el retorno obtenido por el afiliado.

Desde otra arista, Medina y otros (2013) analizan el efecto sobre la rentabilidad que tiene para el afiliado la comisión de gestión cobrada por las AFP en el mercado chileno. Para ello, evalúan la información histórica disponible sobre rentabilidad obtenida, comisiones, entre otros. Sobre esta base, concluyen que lo esperado es que la AFP con la comisión cobrada por su gestión logre la mayor rentabilidad posible para sus afiliados. No obstante, de acuerdo con los resultados obtenidos, no se encuentra evidencia para afirmar irrefutablemente que las comisiones influyan en las rentas de los distintos fondos.

La SBS (2012b) en sus anexos técnicos 1 y 2 desarrolla una metodología para comparar las comisiones por flujo y por saldo de los fondos administrados por las AFP. En función de ello, realiza proyecciones de rentabilidad y establece supuestos de densidad de cotización, crecimiento de salario real, edad de afiliación al sistema previsional, rentabilidad real anual esperada del fondo de pensiones (la cual es fija y puede seleccionarse entre 5%, 6% y 7%). De este modo, se aprecia que la rentabilidad es atribuida a priori a cada alternativa de inversión (AFP y tipo de fondo). Dentro de este marco, se asume implícitamente que todos los fondos de las AFP tienen la misma rentabilidad, que es constante en el horizonte de proyección.

Para el caso colombiano, tenemos el estudio de Alonso y otros (2010). Con la finalidad de proyectar el desempeño futuro de las inversiones de los fondos de pensiones administrados por las AFP del mercado colombiano, realizan un ejercicio de proyección del

precio de las principales clases de activos de los fondos de pensiones: renta fija y renta variable en distintos horizontes de inversión que van de uno a cincuenta años. En esa línea, utilizan la simulación de Monte Carlo. Ciñéndose a la teoría del paseo aleatorio que subyace sobre los precios de los activos financieros, modelan las series de tiempo de estos activos, basados en información histórica de precios de instrumentos de renta fija y variable. Para tal efecto, se consideran los precios como variables aleatorias bajo un esquema multiplicativo, como se muestra en la fórmula (1):

$$P_t = P_o \times e^{gT} \quad (1)$$

En esta, P_t corresponde al precio del activo en el momento t , incrementado de manera exponencial a una tasa de retorno «g» en un horizonte de «T» años. Respecto a «g», una hipótesis es que se comporta como una variable aleatoria de distribución normal con media y varianza constante. Como resultado de las simulaciones, se obtienen los valores esperados de la rentabilidad anual real de los afiliados a las AFP, bajo el supuesto de que la composición de los portafolios incluye más participación de instrumentos de renta fija (menos de renta variable), a medida que aumenta la edad del afiliado (mayor proximidad a su jubilación). Finalmente, sobre la base de distintos escenarios y supuestos, se determinan las tasas de reemplazo (relación entre el último salario recibido en la vida laboral y la renta recibida en la jubilación).

Desde otra perspectiva, Wojt (2009) desarrolla un estudio sobre la estimación de modelos alternativos al clásico modelo de riesgo de portafolio de media-varianza. Dichos modelos se basan en que los parámetros propuestos para medir el riesgo del portafolio son la media y la semivarianza (del inglés *Lower Partial Moments*). Esta última considera el supuesto de que la distribución de probabilidad de los retornos no

siempre es simétrica y, en esa medida, puede existir un sesgo en la estimación de la varianza.

El supuesto básico para sustentar el cálculo de la semivarianza en distribuciones de probabilidad de retornos no simétricos es que a los inversionistas les interesa minimizar la volatilidad que proviene de los retornos negativos. La volatilidad de los retornos positivos es deseada. Cuando una distribución de probabilidad es simétrica, es indiferente estimar la semivarianza con la clásica varianza; no obstante, cuando no hay simetría, el escenario cambia.

DeMiguel y otros (2009) encuentran evidencia de que, en el problema que se presenta para estimar el riesgo de un portafolio, la estrategia de invertir la misma proporción en todos los activos que conforman un portafolio (estrategia simple o *naive* en inglés) es más eficiente que la estimación de riesgo de portafolios basados en el enfoque de media varianza y sus extensiones. Por ello, recomiendan buscar métodos alternativos de estimación. En tal sentido, se debe tomar tiempo para identificar metodologías de estimación del riesgo de un portafolio, basándose en los momentos de los retornos de los activos que lo componen.

Bernal y otros (2008) realizan proyecciones a nivel macro de los principales indicadores del sistema previsional peruano para el año 2050 (tanto del Sistema Nacional de Pensiones como del Sistema Privado de Pensiones). Para ello, utilizan información sobre las variables macroeconómicas y demográficas; entre estas, la evolución del producto, productividad laboral y población. Entre otros supuestos importantes para su proyección, se basan en el nivel de informalidad de la economía, crecimiento de salarios, desempleo, edad de entrada al sistema previsional, tasa de aporte, edad de jubilación, tasa de reemplazo, densidades de

cotización, nuevos afiliados, rentabilidad real (4% anual para el Sistema Nacional de Pensiones y 6% anual para el Sistema Privado de Pensiones), tasa de interés pasiva 4% anual, diferencia de edad con el cónyuge, actualización de pensión mínima y tablas de mortalidad.

Cabe señalar que, para las proyecciones de rentabilidad, se consideran que los retornos obtenidos por los fondos previsionales son constantes. A partir de ello, se observa que, para el año 2050, el porcentaje estimado de jubilados es del 42% (23% para inicios de la proyección); y la cifra de personas no cubiertas por un sistema previsional asciende al 58% (77% a inicios de la proyección).

Zanabria (2007), por su parte, resalta el rol fundamental de los modelos de gestión de riesgo —también, llamados modelos de atribución de desempeño de los administradores de portafolios— y de las inversiones realizadas, como en el proceso de planteamientos de estrategias de inversión. De igual modo, este autor desarrolla un conjunto de indicadores para medir la gestión de portafolios, en un contexto de gestión activa de portafolios.

Berstein y Castro (2005) analizan los indicadores de rentabilidad neta de costos de gestión para el mercado de AFP chileno, con la finalidad proporcionar información a los afiliados, de modo que puedan tomar mejores decisiones al seleccionar la AFP más apropiada y facilitar la competencia entre AFP. En esa línea, desarrollan el concepto de TIR personalizada como una alternativa exacta para determinar la rentabilidad neta de costos de gestión de las AFP. Este indicador se calcula considerando exclusivamente información histórica de costos y rendimientos obtenidos por las AFP. Sin embargo, puede proporcionar resultados que podrían ser erróneamente interpretados, dado que —en los primeros años de aportes— las personas que

recién inician su vida previsional normalmente presentan retornos netos negativos.

Alternativamente y para complementar el indicador anterior, Berstein y Castro (2005) implementan el indicador de rentabilidad neta de un ciclo de vida. Este supone una proyección a futuro de la rentabilidad promedio obtenida a lo largo del ciclo de vida del afiliado, lo cual es útil para personas que se mantienen durante mucho tiempo en una AFP.

Un punto relevante de este estudio es que —según se obtuvo en las simulaciones— escoger la AFP en función de la mejor rentabilidad bruta (sin considerar comisiones de gestión) no es sustancialmente peor que hacerlo por rentabilidad neta personalizada. Asimismo, a partir del análisis, se concluye que aquellos afiliados que recién empiezan su vida laboral deberían afiliarse a la AFP más barata, mientras que aquellos con un gran saldo deberían fijarse en la rentabilidad bruta.

Gurovich (2005) desarrolla un análisis del desempeño de los fondos mutuos en el sistema de pensiones chileno. Realiza un *benchmark* por grupos y clases de activos, e incorpora en su análisis el retorno obtenido y el riesgo asociado. Para ello, utiliza la estimación de la frontera eficiente restringida por tipo de fondo y el ratio de Sharpe. En esa línea, considera que las restricciones a la inversión por cada tipo de fondo le restan eficiencia para lograr un adecuado balance riesgo-retorno.

Para el caso peruano, Castillo y Lama (1998) determinan el nivel de eficiencia en la gestión de portafolios de los fondos mutuos y fondos de pensiones en el mercado, y explican las razones por las que existen diferencias en la calidad de la gestión de fondos. Para ello, desarrollan los indicadores relevantes, de modo que sea posible medir el desempeño de la gestión de

fondos; entre estos, el ratio de Sharpe. El período que se tomó para evaluar el desempeño de los fondos de las AFP fue de junio de 1994 a junio de 1997. A partir de ello, se observa que las AFP más rentables son las que presentan menor riesgo relativo, y las AFP con rendimientos muy volátiles ofrecen menor rentabilidad que las AFP con menor riesgo.

Valdés (1992) analiza los aspectos relevantes de la capacidad del afiliado para elegir la AFP y cambiarse en cualquier momento del tiempo en el mercado de AFP chileno. Además, desarrolla índices para informar mejor al afiliado en su proceso de selección de la AFP que más le convenga. El estudio se basa en un análisis de la rentabilidad histórica neta, que hubiese obtenido el afiliado al elegir determinada AFP. Dentro de ese marco, evalúa la posibilidad de desarrollar un índice unidimensional que resuma la información histórica para el afiliado a nivel de grandes grupos. Asimismo, realiza una proyección de rentabilidad futura, para lo cual incorpora el concepto de la TIR del afiliado. Para determinarlo, lleva a cabo proyecciones sobre los retornos obtenidos por las AFP, que consideran escenarios bajo, alto y normal. Estos retornos son fijos (no estocásticos) a lo largo de la proyección.

Finalmente, se debe mencionar el estudio de Fishburn (1977), que considera un modelo de dominancia de riesgo y retorno, en el cual el riesgo es medido por una función de probabilidad ponderada de las desviaciones debajo de un retorno objetivo especificado.

3. Alcance del estudio

El presente estudio se enfoca en desarrollar la metodología para construir el indicador de probabilidad de pérdida. En ese contexto y para lograr su validación, se contrastan las siguientes hipótesis:

- a) El criterio de selección de AFP y tipo de fondo basado en la probabilidad pérdida no necesariamente brinda resultados consistentes con los métodos de selección basados en el desempeño histórico.
- b) Los retornos históricos de los fondos administrados por las AFP en el período marzo 2006-mayo 2013 se distribuyen normalmente y sus series de tiempo son estacionarias, independientemente de si se considera el efecto octubre de 2008 (inicio de la crisis financiera internacional).
- c) Los retornos esperados al vencimiento, netos de comisiones, obtenidos por los afiliados, se distribuyen normalmente independientemente del tipo de distribuciones de probabilidad asumidas para su estimación, con y sin el efecto de octubre de 2008 (inicio de la crisis financiera internacional).
- d) La rentabilidad neta de comisiones de los fondos administrados por la AFP es sensible a las comisiones de gestión cobradas; a mayor comisión, debe corresponder una menor rentabilidad neta.
- e) El riesgo de que los fondos 1, 2 y 3 administrados por las AFP no superen la rentabilidad de un portafolio *benchmark* internacional es bajo.

Es necesario precisar —con la finalidad de explicar la metodología— que los cálculos de la probabilidad de pérdida realizados en el presente artículo se corresponden a información personalizada, de acuerdo con un afiliado determinado con los supuestos señalados en la modelización financiera. Asimismo, cabe anotar que no se ha considerado los efectos de la venta de AFP Horizonte ni las nuevas modificaciones al marco regulatorio —reforma del sistema privado de pensiones, comisiones y edad de jubilación—, debido a que estas no proporcionan información histórica suficiente.

4. Planteamiento del modelo

4.1. Probabilidad de pérdida

Para la verificación de la hipótesis b), se realizan los análisis de las series de tiempo de los retornos históricos aplicando el test de raíces unitarias (verificar si las series de tiempo son estacionarias) y el test de normalidad de los retornos. En esa línea, se aplican los test de Dickey Fuller aumentado (ADF) y de Jarque Bera respectivamente.

Con los resultados obtenidos en b), se seleccionan las distribuciones de probabilidad de los retornos apropiados para la determinación de la distribución de probabilidad de la rentabilidad esperada neta de comisiones (TIR) y se determina la probabilidad de pérdida del afiliado.

La expresión matemática general propuesta en el presente estudio, para determinar la rentabilidad esperada al vencimiento (TIR) de invertir en un determinado fondo (1, 2 o 3) administrado por una AFP, ha sido construida utilizando como una referencia a Alonso y otros (2010) para el lado izquierdo de la expresión. Para el lado derecho de la expresión, se parte de la fórmula general de la TIR, cuya expresión matemática es la que se muestra en la fórmula (2):

$$\sum_{i=0}^n A_i \prod_{i=0}^n (1 + r_{i+1}) = \sum_{i=0}^n (A_i + C_i)(1 + TIR)^{(n-i)} \quad (2)$$

Si $i = n$ entonces $r_i = 0$, además:

Donde:

A_i : Es el aporte al fondo de pensiones del afiliado en el mes. Este aporte es un porcentaje de la remuneración bruta del afiliado al sistema privado de pensiones. En los meses en los que el trabajador no aporte, se considera que es cero.

- C_i : Es el nivel de comisiones que paga el afiliado a la AFP en el mes, por concepto de gestión. Ello incluye las comisiones de gestión propiamente y no contempla la prima de seguro. Cabe anotar que equivale a un porcentaje de la remuneración bruta. En los meses en los que el trabajador no aporta al fondo, equivale a cero.
- r_{i+1} : Es la rentabilidad obtenida en el mes. Es una variable aleatoria cuyos parámetros han sido determinados del análisis de sus respectivas series de tiempo.
- TIR : Es la rentabilidad mensual esperada al vencimiento, neta de comisiones de gestión, que se espera obtener al momento de la jubilación. Es el resultado de la capitalización de los aportes del afiliado; constituye la variable aleatoria a ser evaluada para la determinación de la probabilidad de pérdida. Su distribución de probabilidad es obtenida a través de la simulación de Monte Carlo.
- n : Corresponde al número de meses comprendidos desde que el afiliado hace su primer aporte a la AFP (o desde que realiza el cambio de AFP) hasta el momento de su jubilación.

El lado izquierdo de la expresión matemática general expresa el fondo de jubilación acumulado. Este equivale al valor futuro de todos los aportes que realiza el afiliado durante el plazo comprendido desde su primer aporte (o fecha de cambio de AFP) hasta su último aporte previo a la recepción de su pensión de jubilación. Los aportes realizados se capitalizan considerando una rentabilidad mensual variable. Asimismo, cabe anotar que los aportes pueden ser variables dependiendo de la remuneración bruta percibida y de la situación laboral del afiliado (empleado o desempleado).

En cuanto al fondo de jubilación acumulado, este es igual al valor futuro de todos los aportes y pagos de

comisiones de gestión mensuales que realiza el afiliado, capitalizados a la tasa interna de retorno (TIR) mensual, lado derecho de la expresión matemática general.

La probabilidad de pérdida se determina de acuerdo con la siguiente fórmula (3):

$$Prob(TIR < r_e) = k \quad (3)$$

Donde:

R_e : Rentabilidad esperada es el objetivo de rentabilidad mínimo que se espera obtener en la AFP. Se define también como el costo de oportunidad de invertir los fondos de jubilación en una inversión alternativa, dado que la TIR obtenida expresa la rentabilidad de largo plazo, para entender la consistencia en la evaluación. La rentabilidad esperada representa el costo de oportunidad de largo plazo.

k : Es la probabilidad obtenida, que se interpreta como la probabilidad de que el rendimiento al vencimiento (TIR) —obtenido en la AFP y fondo seleccionados— sea menor al costo de oportunidad del afiliado.

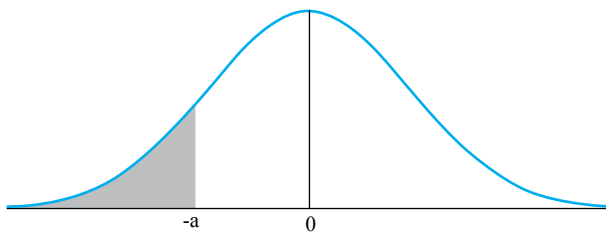
La TIR, como se explicó, es una variable aleatoria, cuya distribución de probabilidad y parámetros se estimarán luego de realizada la simulación de Monte Carlo sobre la expresión matemática general.

El concepto de probabilidad de pérdida utilizado en el presente estudio es conceptualmente análogo al desarrollado por Fishburn (1977). Este último considera un modelo de dominancia de riesgo y retorno, en el cual el riesgo es medido por una función de probabilidad ponderada de las desviaciones debajo de un retorno objetivo especificado. En ese sentido, la metodología de probabilidad de pérdida está enmarcada en la familia de modelos de riesgo basados en la dominancia estocástica.

Sin embargo, la principal diferencia entre la probabilidad de pérdida y el modelo de Fishburn (1977) radica en la forma funcional utilizada. En la metodología de probabilidad de pérdida, se estima la distribución esperada de la TIR, como resultado de la simulación de otras variables aleatorias (distribuciones de probabilidad de los retornos) en un horizonte de tiempo esperado. En el caso del modelo de Fishburn, se realiza el análisis sobre los parámetros de un portafolio específico.

El gráfico 1 muestra el área sombreada, que denota la probabilidad de pérdida. Ello implica que la TIR es menor a la rentabilidad esperada (costo de oportunidad). En el gráfico $-a$, corresponde al estadístico obtenido que permite determinar la probabilidad de pérdida.

Gráfico 1. Área sombreada de la probabilidad de pérdida



La estimación del modelo planteado permitirá verificar las hipótesis a), c) y d).

En cuanto a la probabilidad de pérdida, esta es una herramienta de análisis de largo plazo, que busca medir la distribución de la rentabilidad al vencimiento. Esto implica aquella rentabilidad promedio obtenida durante todo el horizonte comprendido desde «hoy» hasta el momento de jubilación del afiliado, y es comparada con su costo de oportunidad. Ello lo diferencia de la técnica de valor en riesgo (VaR, por sus siglas en inglés), que normalmente se utiliza para medir la posible pérdida máxima esperada en términos monetarios

para períodos normalmente cortos, para lo cual se considera un nivel de probabilidad dado.

A manera de ejemplo, si $n=3$, $A_0=0$, $C_0=0$, y A_i y C_i son constantes, se tiene el siguiente desarrollo:

$$A \times [(1+r_2)+1] \times (1+r_3) + A = (A+C) \times \left[\frac{(1+TIR)^3 - 1}{TIR} \right]$$

En resumen, la fórmula indica que la suma de los aportes capitalizados, a sus respectivas tasas de rentabilidad r , al momento de jubilación, es igual al valor futuro de los aportes y comisiones capitalizados a la TIR. Esta es una variable aleatoria que depende de las variables aleatorias r_2 y r_3 .

4.2. Análisis del desempeño histórico

Para complementar el análisis anterior, se evalúa el desempeño histórico de los fondos 1, 2 y 3 administrados por las AFP. En función de ello, se utilizará el ratio de Sortino, como se muestra en la fórmula (4):

$$S = \frac{E(R_p - R_f)}{TDD_p} \quad (4)$$

En este:

- S : es el ratio de Sortino; mide el retorno de un activo ajustado por riesgo.
- $E[R_p - R_f]$: corresponde al exceso de rentabilidad del portafolio sobre la rentabilidad mínima exigida.
- TDD_p : corresponde a la desviación media de los rendimientos negativos o semidesviación estándar (también, es denominado *Downside Risk*)
- R_p : es la rentabilidad del activo o portafolio en evaluación.
- R_f : corresponde a la rentabilidad mínima esperada por el inversionista.

Asimismo, la desviación media de los rendimientos negativos se define en la fórmula (5):

$$TDD_p = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\text{Min}(0, X_i - T))^2} \quad (5)$$

Donde:

$X_i = i^{\text{mo}}$ retorno

$N =$ número total de retornos

$T =$ retorno objetivo

El ratio de Sortino no se basa en la desviación estándar que proviene de los retornos positivos (volatilidad deseada), sino que se enfoca en la volatilidad no deseada: se basa en el supuesto de que los inversionistas tienen como objetivo minimizar lo volatilidad que proviene de los retornos negativos (volatilidad no deseada). De hecho, cuando la estimación se realiza en segundo momento, constituye una estimación alternativa al riesgo de portafolio basada en el concepto de estimación de riesgo de portafolios —desarrollado por Wojt (2009)—.

La principal diferencia entre el ratio de Sortino y el ratio de Sharpe es que, mientras el primero se centra en la volatilidad de los retornos negativos, el segundo se centra en la volatilidad total (volatilidad de los retornos negativos y positivos). En condiciones en las que las distribuciones de los retornos se distribuyen de forma simétrica, ambos ratios dan resultados consistentes.

5. Criterios de selección de los datos

Se seleccionan los fondos 1, 2 y 3 administrados por las AFP Horizonte, Integra, Prima y Profuturo, entidades que conforman el sistema privado de pensiones en febrero de 2006–mayo de 2013. En este período, se tomó la información de valores cuota promedio histórico en nuevos soles (S/.) de cada fondo, disponible de

la página web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2009a).

Cabe señalar que, sobre el período señalado, se dispone de información completa de los valores cuota de los tres fondos para cada AFP. Se ha seleccionado este lapso de tiempo considerando los siguientes criterios:

- Se incluye octubre de 2008, fecha en que se inicia la crisis financiera internacional, con la finalidad de medir sus efectos en el presente análisis.
- El fondo 3 inicia operaciones en enero de 2006; y es en febrero de 2006 que los tres fondos de las AFP (1, 2 y 3) funcionan de forma simultánea.
- La AFP Horizonte fue comprada por las AFP Integra y Prima en porcentajes iguales el 23 de abril de 2013. La primera dejó de funcionar oficialmente el 29 de agosto de 2013. Dentro de este marco, se considera útil evaluar y comparar el desempeño de los fondos administrados por esta AFP respecto a sus competidoras.

Los retornos mensuales históricos se han estimado para el período marzo 2006–mayo 2013. Para determinarlos, se utilizó la siguiente fórmula, de acuerdo con lo establecido por la Comisión Técnica de Inversiones de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (1999), como se muestra en la fórmula (6):

$$rn_t = \frac{VC_t}{VC_{t-1}} - 1 \quad (6)$$

Donde:

r_{nt} : Es la rentabilidad nominal del fondo 1, 2 o 3 en el mes t .

VC_t : Es el valor cuota del fondo en el mes t .

VC_{t-1} : Es el valor cuota del fondo en el mes $t - 1$.

Para definir los retornos mensuales históricos en términos reales, se ha determinado la inflación mensual a partir del índice de precios al consumidor —o IPC— (Banco Central de Reserva del Perú, 2013), mediante la siguiente fórmula (7):

$$\text{Inflación}_t = \frac{\text{IPC}_t}{\text{IPC}_{t-1}} - 1 \quad (7)$$

Donde:

Inflación_t : Es la tasa de inflación mensual en el mes *t*.

IPC_t : Es el IPC en el mes *t*.

IPC_{t-1} : Es el IPC en el mes *t - 1*.

Para determinar los retornos mensuales en términos reales, se ha utilizado la fórmula (8) que corresponde a la ecuación de paridad de Fisher:

$$r_t = \frac{rn_t - \text{Inflación}_t}{1 + \text{Inflación}_{t-1}} \quad (8)$$

Donde:

r_t : Es la rentabilidad real del fondo 1, 2 o 3 en el mes *t*.

rn_t : Es la rentabilidad nominal del fondo 1, 2 o 3 en el mes *t*.

Inflación_t: Es la tasa de inflación mensual en el mes *t*.

En cuanto a la información sobre comisiones, se consultó la base de datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. A partir de ello, se obtuvo la información mensual de comisiones y prima de seguro bajo el sistema de comisión por flujo. Debido a que las comisiones se cobran sobre la remuneración bruta mensual del afiliado, para los cálculos, se considera que se cobran las comisiones vigentes a mayo de 2013, y que permanecen constantes durante el horizonte de evaluación. En la siguiente tabla, se muestra la información de comisiones por cada AFP.

Tabla 2. Comisiones de gestión (%)

Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Comisión actual	1,85	1,74	1,60	1,84

6. Metodología de cálculo

Las etapas empleadas son las siguientes:

6.1. Evaluación de desempeño histórico

Para analizar el desempeño histórico, se determina el ratio de Sortino, para cada uno de los fondos administrados por las AFP en el período marzo 2006-mayo 2013. En ese marco, se analizan, los retornos mensuales reales de cada fondo. Para determinar la rentabilidad mínima exigida, componente del ratio de Sortino, se considera como un parámetro razonable el promedio histórico de la rentabilidad del mercado de los fondos 1, 2 y 3 respectivamente.

6.2. Determinación de la probabilidad de pérdida

En esta etapa, el análisis de las series de tiempo de los retornos reales de los fondos 1, 2 y 3 se realiza utilizando E Views. Con este programa econométrico, se lleva a cabo un análisis gráfico de las series de tiempo, un test de normalidad de los retornos y un análisis de estacionariedad sobre los mismos, para marzo 2006-mayo 2013. El análisis de estacionariedad permite verificar que las series de tiempo de los retornos tienen un comportamiento uniforme en media y varianza para el período de análisis.

Los test explicados —en el párrafo anterior— se realizan con y sin la información de octubre de 2008 (inicio de la crisis financiera mundial), con la finalidad de explorar las distribuciones de probabilidad más apropiadas de los retornos de los fondos. En esta etapa de identificación, se utiliza también la ayuda de la

herramienta Distribution Fitting del *software* Crystal Ball, desarrollada por Oracle (2012). Esta herramienta se basa en el test estadístico de Anderson-Darling, sobre el cual Giles (2000) realiza una explicación.

Con la información obtenida sobre distribuciones de probabilidad de los retornos, se desarrolla una simulación de Montecarlo, a partir del *software* Crystal Ball (Oracle, 2012). Para ello, se considera la expresión matemática general del planteamiento del modelo señalado en la fórmula (2), de forma tal que se obtenga la distribución de probabilidad para la rentabilidad esperada al vencimiento (TIR) de cada fondo administrado por las AFP. Asimismo, se realizan mil iteraciones para cada tipo de fondo y se consideran los siguientes supuestos:

- El afiliado empieza a aportar mensualmente a la AFP a partir de los 25 años, y lo hace hasta cumplir los 65, edad en la que se jubila.
- El afiliado realiza aportes durante toda su vida laboral, manteniendo continuidad laboral al 100%.
- Realiza aportes constantes a su fondo administrado por la AFP, los cuales equivalen al 10% de su remuneración bruta.
- La comisión de administración se calcula sobre su remuneración bruta (comisión por flujo). El porcentaje de comisión se mantiene constante durante todo el período de aportes del afiliado.
- El afiliado recibe una remuneración bruta fija, es decir, que mantiene su valor real en el tiempo.
- Los retornos mensuales reales para los fondos 1, 2 y 3 son variables aleatorias, cuyos parámetros permanecen constantes durante todo el período de aportes del afiliado, y son los obtenidos a partir del análisis de la información de retornos históricos.

Con la información obtenida sobre las distribuciones de probabilidad de las rentabilidades esperadas al vencimiento (TIR), se realiza la estimación de la probabilidad de pérdida. Para ello, los parámetros obtenidos en la simulación de Montecarlo son utilizados para identificar la distribución de probabilidad más apropiada de la TIR. En el caso del cálculo, se realiza el análisis en MS Excel.

En cuanto a la determinación de la probabilidad de pérdida, se considera que el afiliado espera obtener una rentabilidad real mínima, que expresa el costo de oportunidad de largo plazo. Para definir este costo de oportunidad, se ha considerado lo siguiente:

- El costo de oportunidad de largo plazo de cada fondo es distinto, considerando que cada fondo tiene distintos límites de inversión; y, por tanto, distintos niveles de rentabilidad y riesgo.
- Para determinar el costo de oportunidad de largo plazo de cada fondo, se construyen portafolios *benchmark* con información de largo plazo de activos. Estos son similares a los que conforman los portafolios de los fondos 1, 2 y 3, pero corresponden a mercados financieros más desarrollados y proporcionan información histórica de largo plazo.
- Mediante un proceso de optimización de los portafolios *benchmark*, se determina los retornos esperados de largo plazo. El objetivo de optimización es lograr portafolios que maximicen el ratio de Sortino considerando restricciones de inversión similares a las que hoy tienen los fondos 1, 2 y 3.
- Una vez obtenidos los retornos esperados de los portafolios *benchmark*, se procede a estimar la probabilidad de pérdida para cada tipo de fondo de las AFP.

Para el desarrollo de los modelos y cálculos financieros, se utilizaron como referencia a Benninga (2008) y Ho (2004).

7. Resultados obtenidos

7.1. Desempeño histórico

La tabla 3 muestra los resultados obtenidos por los fondos en la evaluación de los retornos reales en el período marzo 2006-mayo 2013. Entre estos, se encuentran el retorno esperado, el retorno exigido, la desviación media de los retornos negativos, y el ratio de Sortino como indicador de desempeño. Para el cálculo de este último, se consideró la fórmula especificada en el planteamiento del modelo (punto 5). Asimismo, para determinar la rentabilidad mínima exigida para cada tipo de fondo, se partió —como se

señaló— de la rentabilidad media histórica de mercado para cada tipo de fondo.

En la tabla 3, se muestra que en el fondo 1 la AFP Horizonte tuvo el mejor desempeño, medido en términos del ratio de Sortino, con 0,1971. Ello implica que obtuvo un mayor exceso de rentabilidad sobre el retorno exigido. Cabe anotar que el segundo mejor valor para el ratio de Sharpe lo obtiene la AFP Prima, con 0,1002.

También, en la tabla, se aprecia —para el caso del fondo 2—, que la AFP Prima obtiene el mejor desempeño, medido por el ratio de Sortino, con un valor de 0,0137. Mientras, el segundo mejor indicador lo obtiene AFP Profuturo, con 0,0089. Para el caso del fondo 3, la AFP Horizonte obtiene el mayor desempeño, con un ratio de Sortino de 0,0129; seguida por AFP Profuturo,

Tabla 3. Indicador de desempeño período marzo 2006-mayo 2013

	Fondo 1			
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Retorno esperado	0,5456%	0,4325%	0,4704%	0,4034%
Retorno exigido	0,3597%	0,3597%	0,3597%	0,3597%
Desviación media de retornos negativos	0,9430%	1,0819%	1,1043%	1,1486%
Ratio de Sortino	0,1971	0,0673	0,1002	0,0381
	Fondo 2			
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Retorno esperado	0,5893%	0,6321%	0,6671%	0,6557%
Retorno exigido	0,6337%	0,6337%	0,6337%	0,6337%
Desviación media de retornos negativos	2,5482%	2,3670%	2,4470%	2,4572%
Ratio de Sortino	-0,0174	-0,0007	0,0137	0,0089
	Fondo 3			
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Retorno esperado	1,1759%	1,0853%	1,0900%	1,0371%
Retorno exigido	1,1268%	1,1268%	1,1268%	1,1268%
Desviación media de retornos negativos	3,8148%	3,9804%	4,0410%	3,9594%
Ratio de Sortino	0,0129	-0,0104	-0,0091	-0,0227

con $-0,0091$ de ratio de Sortino. Al comparar los fondos 1, 2 y 3, en la tabla 3, se aprecia que el mejor desempeño (balance riesgo retorno) lo obtiene AFP Horizonte en el fondo 1 (ratio de Sortino $0,1971$), mientras que el fondo con el peor desempeño es el fondo 3 de AFP Profuturo (ratio de Sharpe $-0,0227$).

7.2. Análisis de series de tiempo y de identificación de distribuciones de probabilidad de los retornos

Los gráficos 2 y 3 muestran un hecho estilizado a todas las distribuciones de frecuencia de los retornos reales de los fondos 1, 2 y 3. En el primer caso —gráfico 2—

se evidencia que la distribución de retornos tiene un sesgo por la cola izquierda. Asimismo, la probabilidad de la fórmula estadística Jarque-Bera (probabilidad) indica que no se acepta la hipótesis de que los retornos siguen una distribución normal. Sin embargo, cuando se retira el retorno histórico de octubre de 2008, se obtienen los resultados del gráfico 3. En otras palabras, el estadístico Jarque-Bera (probabilidad) permite concluir que se acepta la hipótesis de que los retornos siguen una distribución normal al 5% de significancia, a partir de lo cual se puede afirmar que la observación en octubre de 2008 es significativa.

Gráfico 2. Distribución de frecuencia retornos fondo 1 de AFP Horizonte (con octubre 2008)

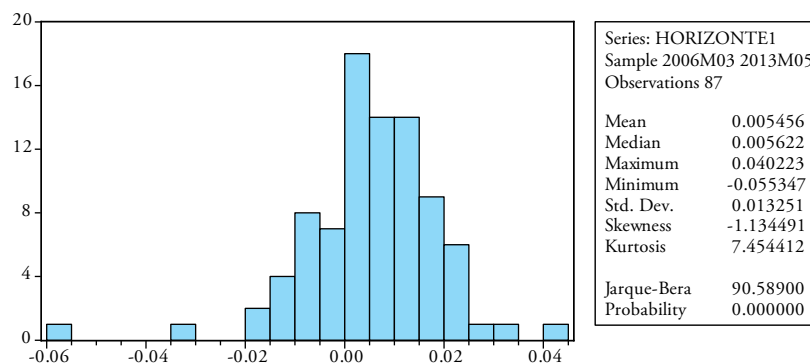
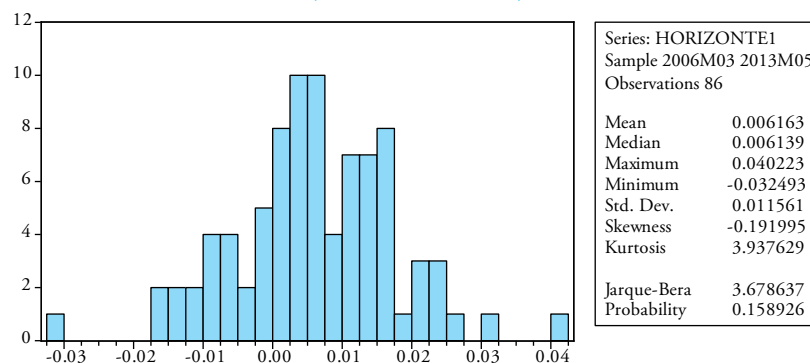


Gráfico 3. Distribución de frecuencia retornos fondo 1 de AFP Horizonte (sin octubre 2008)



Los resultados de los test de normalidad se muestran en las siguientes tablas:

**Tabla 4. Test de normalidad retornos fondos AFP
(con octubre 2008)**

AFP	Fondo 1		Fondo 2		Fondo 3	
	Estadístico	p value	Estadístico	p value	Estadístico	p value
Horizonte	90,5890	0,00%	151,6507	0,00%	31,0595	0,00%
Integra	94,26222	0,00%	93,7298	0,00%	36,6762	0,00%
Prima	123,4746	0,00%	137,2241	0,00%	47,43702	0,00%
Profuturo	193,3871	0,00%	130,0742	0,00%	42,4194	0,00%

**Tabla 5. Test de normalidad retornos fondos AFP
(sin octubre 2008)**

AFP	Fondo 1		Fondo 2		Fondo 3	
	Estadístico	p value	Estadístico	p value	Estadístico	p value
Horizonte	3,6786	15,89%	0,5403	76,33%	0,1409	93,20%
Integra	3,0250	22,04%	0,2505	88,23%	0,3279	84,88%
Prima	5,9604	5,08%	0,5081	77,56%	0,5093	77,52%
Profuturo	5,6757	5,86%	1,4714	47,92%	0,1756	91,78%

A partir de ello, se aprecia que, cuando se retira la observación que incluye octubre 2008 (tabla 5), se acepta la hipótesis de normalidad de la distribución de los retornos. Para todos los fondos administrados por las AFP, la probabilidad (p value) es superior al nivel crítico de 5%. Si se considera la observación octubre 2008 (tabla 4), en todos los casos, se rechaza la hipótesis de normalidad de la distribución de los retornos. Sin embargo, los resultados de los test de normalidad proporcionan probabilidades más altas para el fondo 3 respecto al fondo 1.

Para complementar el análisis de normalidad, se muestra —en las tablas 6 y 7— el análisis de estacionariedad de las series de tiempo mediante el test de Dickey Fuller. Cuando las series de tiempo de los retornos reales mensuales de los fondos 1, 2 y 3

incluyen o no octubre de 2008, los valores críticos se calculan considerando un valor crítico al 1% (más riguroso que 5% y 10%).

A partir de los resultados mostrados en las tablas 6 y 7, puede apreciarse que las series de tiempo son estacionarias. En otras palabras, se acepta la hipótesis de que la media y varianza de las series de retornos, a lo largo del período marzo 2006-mayo 2013, son constantes, independientemente de si consideran o no la observación octubre de 2008 (inicio de la crisis financiera internacional).

Los gráficos 4 y 5 muestran el comportamiento de la serie de tiempo de los retornos del fondo 3 de AFP Horizonte con y sin octubre de 2008. En ambos casos, se observa un patrón estable de los datos que fluctúan alrededor de su promedio.

**Tabla 6. Análisis de estacionariedad
(con octubre 2008)**

AFP	Fondo 1		Fondo 2		Fondo 3	
	Estadístico t	Valor crítico	Estadístico t	Valor crítico	Estadístico t	Valor crítico
Horizonte	-5,619590	-3,508326	-5,988806	-3,508326	-5,724943	-3,508326
Integra	-5,903247	-3,508326	-6,034148	-3,508326	-5,498512	-3,508326
Prima	-5,685896	-3,508326	-6,234516	-3,508326	-5,544730	-3,508326
Profuturo	-5,643298	-3,508326	-6,121084	-3,508326	-5,646729	-3,508326

**Tabla 7. Análisis de estacionariedad
(sin octubre 2008)**

AFP	Fondo 1		Fondo 2		Fondo 3	
	Estadístico t	Valor crítico	Estadístico t	Valor crítico	Estadístico t	Valor crítico
Horizonte	-5,315392	-3,509281	-5,960973	-3,509281	-5,743449	-3,509281
Integra	-5,606062	-3,509281	-6,010456	-3,509281	-5,592407	-3,509281
Prima	-5,314568	-3,509281	-6,020687	-3,509281	-5,498731	-3,509281
Profuturo	-5,347923	-3,509281	-5,980399	-3,509281	-5,669613	-3,509281

**Gráfico 4. Retornos de AFP Horizonte fondo 3
(con octubre 2008)**

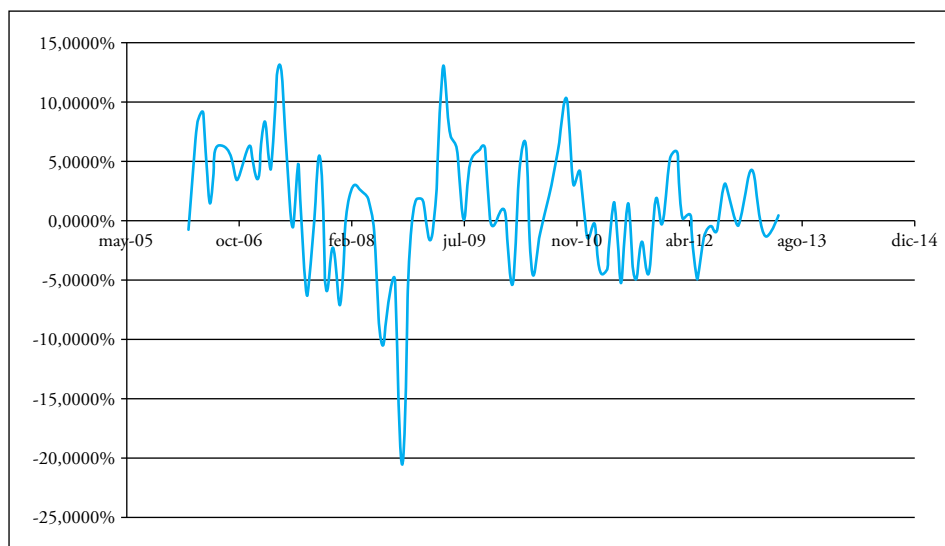
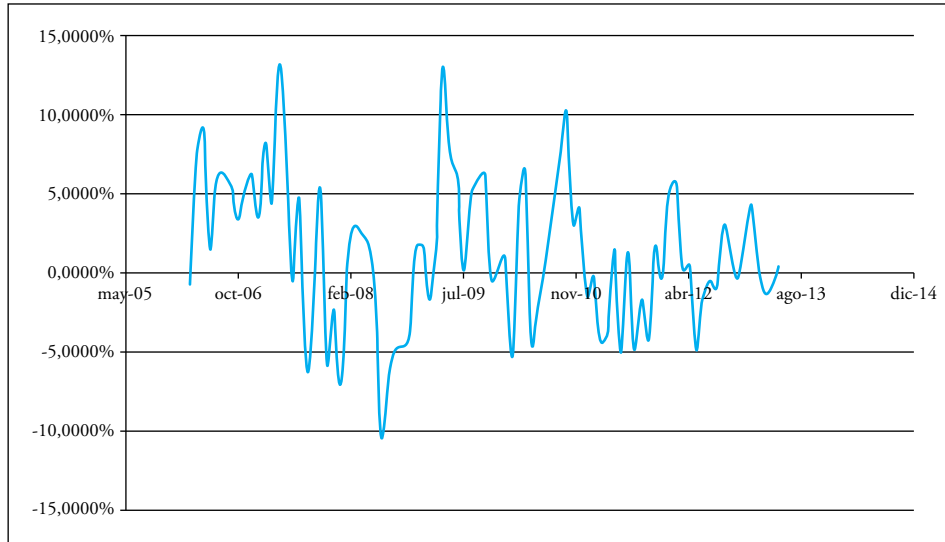


Gráfico 5. Retornos de AFP Horizonte fondo 3 (sin octubre 2008)



A partir de lo señalado en el presente punto, se identifican las distribuciones de probabilidad de los retornos históricos reales, como se muestra en las tablas 8 y 9. En la primera, se observan los retornos mensuales reales cuando se excluye octubre de 2008. Al considerar los resultados correspondientes de los test de normalidad de Jarque-Bera (tabla 5), se asume el supuesto de que las distribuciones de probabilidad de los retornos siguen el patrón de una distribución normal. La tabla evidencia, también, la media y desviación estándar para cada fondo de las AFP.

En el caso de la tabla 9, se puede apreciar las distribuciones de probabilidad que se ajustan a las series de tiempo de los retornos reales mensuales cuando se considera octubre de 2008. Como se pudo apreciar en la tabla 4, estas series de tiempo no siguen el patrón de una distribución normal. Cabe anotar que, para identificar la distribución más apropiada, se utilizó la herramienta Distribution Fitting del *software* Crystal Ball. Esta herramienta brinda un ranking de candidatos para la distribución que mejor se ajusta

a los datos proporcionados por el test estadístico de Anderson-Darling. A partir de ello, se obtiene las distribuciones y parámetros mostrados en la siguiente tabla.

Tabla 8. Distribución de probabilidad de los retornos (sin octubre 2008)

Fondo 1				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Promedio	0,62%	0,51%	0,55%	0,49%
Desviación estándar	1,16%	1,24%	1,25%	1,22%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
Fondo 2				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Promedio	0,78%	0,80%	0,85%	0,84%
Desviación estándar	2,78%	2,69%	2,72%	2,76%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
Fondo 3				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Promedio	1,43%	1,35%	1,37%	1,30%
Desviación estándar	4,62%	4,76%	4,76%	4,65%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal

Tabla 9. Distribución de probabilidad de los retornos (con octubre 2008)

Fondo 1				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Media	0,61%	0,51%	0,57%	0,51%
Escala	0,69%	0,74%	0,75%	0,74%
Distribución	Logística	Logística	Logística	Logística
Fondo 2				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Media	0,71%	0,73%	0,78%	0,76%
Escala	1,69%	1,63%	1,66%	1,66%
Distribución	Logística	Logística	Logística	Logística
Fondo 3				
Descripción	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo
Media	1,30%	1,18%	1,20%	1,16%
Escala	2,80%	2,89%	2,93%	2,83%
Distribución	Logística	Logística	Logística	Logística

Para realizar la simulación de Montecarlo con y sin octubre de 2008, se asume que los retornos mensuales tienen los parámetros y distribuciones de probabilidad señalados en las tablas 8 y 9 respectivamente.

7.3. Simulación de Montecarlo e identificación de la distribución de probabilidad para la TIR

Los gráficos 6 y 7 muestran los resultados de la simulación de Montecarlo para determinar la distribución de probabilidad de la TIR o rendimiento al vencimiento como resultado de aportar a los fondos 2 de AFP Prima (sin octubre 2008) y 1 de AFP Integra (con octubre 2008) respectivamente.

En ambos gráficos, se aprecia que la distribución que mejor se ajusta a la rentabilidad al vencimiento esperada (TIR) es la distribución normal. Sin embargo, en el caso de algunos fondos, el test de Anderson-Darling proporciona un ranking de distribuciones de probabilidad en los que la distribución normal se

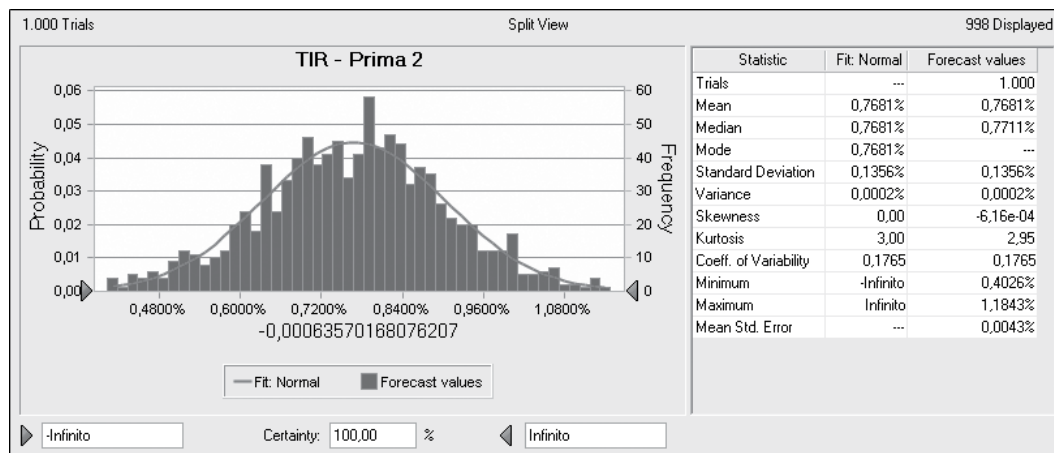
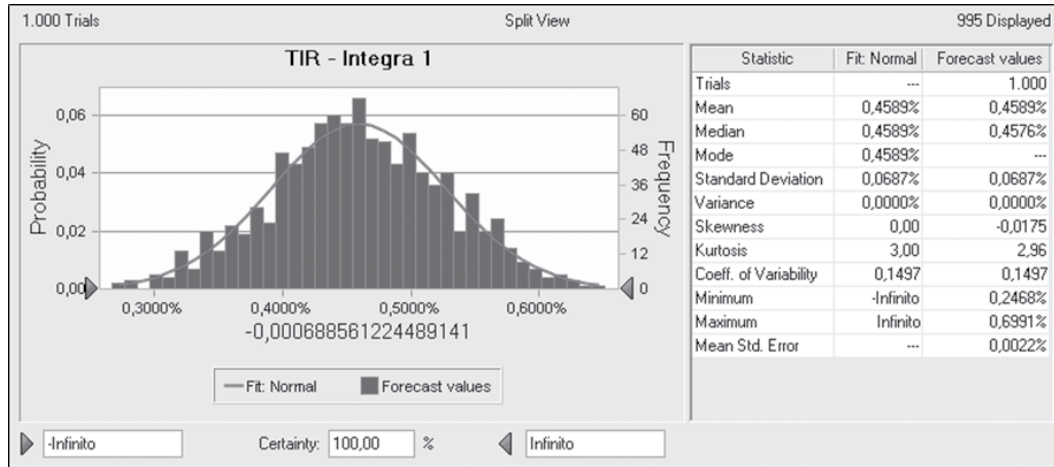
Gráfico 6. Distribución de probabilidad de la TIR del fondo 2 AFP Prima (sin octubre 2008)

Gráfico 7. Distribución de probabilidad de la TIR del fondo 1 AFP Integra (con octubre 2008)



encuentra entre los primeros lugares, no necesariamente en el primer lugar. Por ello, ha sido necesario complementar el test de Anderson-Darling con el Test de Jarque-Bera, de modo que sea posible concluir si la distribución de la TIR de los retornos de cada fondo se ajusta a una distribución normal. En caso contrario, se selecciona la distribución de probabilidad recomendada por el test Anderson-Darling.

En la tabla 10, se resume los parámetros obtenidos como resultado de la simulación de Montecarlo para determinar las rentabilidades esperadas para cada fondo administrado por las AFP al vencimiento. En ese caso, no se considera octubre de 2008. Asimismo, se debe anotar que n es el número de iteraciones, y S corresponde al coeficiente de asimetría, K , por su parte, es el coeficiente de curtosis, y JB equivale al valor del estadístico Jarque-Bera. Finalmente, con *probabilidad*, se alude a la probabilidad del estadístico.

A partir del test de Jarque-Bera, considerando un estadístico al nivel de significancia de 5%, se aprecia que

el fondo 1 de AFP Prima (0,73%), el fondo 2 de AFP Profuturo (2,92%) y el fondo 3 de AFP Horizonte no satisfacen el test de normalidad para la distribución de probabilidad de la TIR. El resto de fondos sí satisface el test de normalidad para la TIR, por lo que se asume, en esos casos, que las distribuciones de los retornos de la TIR se ajustan a una distribución normal.

Para los otros casos —aquellos en los que los fondos cuyas distribuciones de la TIR no se ajustan a una distribución normal—, se realizó el test de Anderson-Darling, con la finalidad de identificar la distribución de probabilidad de mejor ajuste. A través de ello, se obtuvo que, para el caso del fondo 1 de la AFP Prima, la distribución de probabilidad de la TIR se ajusta a una distribución Beta. Asimismo, para el caso del fondo 2 de AFP Profuturo, la distribución de Weibull describe mejor la distribución de probabilidad de la TIR. Finalmente, para el caso del fondo 3 de AFP Horizonte, la distribución logística describe mejor la distribución de la TIR.

Tabla 10. Distribución de probabilidad de la TIR (sin octubre 2008)

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	-0,0720	0,0000	-0,1379	0,0000
K	2,7500	3,0000	2,6000	3,0000
Estadístico JB	3,468167	0,000000	9,836068	0,000000
Probabilidad JB	17,66%	100,00%	0,73%	100,00%
Distribución	Normal	Normal	Beta	Normal
	Horizonte 2	Integra 2	Prima 2	Profuturo 2
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	0,0000	0,0000	0,0000	-0,1827
K	3,0000	3,2300	3,0000	2,8100
Estadístico JB	0,000000	2,204167	0,000000	7,067382
Probabilidad JB	100,00%	33,22%	100,00%	2,92%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Weibull
	Horizonte 3	Integra 3	Prima 3	Profuturo 3
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	0,0000	-0,1419	-0,0845	-0,0305
K	4,2000	2,9800	3,0100	2,9300
Estadístico JB	60,000000	3,372602	1,194208	0,359208
Probabilidad JB	0,00%	18,52%	55,04%	83,56%
Distribución	Logística	Normal	Normal	Normal

Donde n: número de simulaciones; S: Skewnes; K: Kurtosis; JC: estadístico Jarque-Bera

Elaboración propia, considerando los datos de la simulación de Montecarlo

En la tabla 11, se muestran los resultados obtenidos de la simulación de Montecarlo considerando octubre de 2008. Estos se interpretan de forma equivalente a los obtenidos en la tabla 10. A partir de ello, se verifica que las distribuciones de probabilidad de la TIR de todos los fondos de las AFP se ajustan a una distribución normal. La probabilidad del estadístico Jarque-Bera (JB) está por encima del nivel de crítico de 5%.

Tabla 11. Distribución de probabilidad de la TIR (con octubre 2008)

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	0,0000	0,0000	-0,0360	0,0633
K	3,23	3,00	3,00	3,01
JB	2,204167	0,000000	0,215820	0,671982
Probabilidad	33,22%	100,00%	89,77%	71,46%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
	Horizonte 2	Integra 2	Prima 2	Profuturo 2
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
K	3,2300	3,0000	3,0000	3,0000
JB	2,204167	0,000000	0,000000	0,000000
Probabilidad	33,22%	100,00%	100,00%	100,00%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
	Horizonte 3	Integra 3	Prima 3	Profuturo 3
n	1.000	1.000	1.000	1.000
S	-0,1303	0,0797	0,0057	0,0633
K	2,9700	3,0100	2,8800	3,0100
JB	2,867182	1,062848	0,605415	0,671982
Probabilidad	23,85%	58,78%	73,88%	71,46%
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal

Donde n: número de simulaciones; S: Skewnes; K: Kurtosis; JC: estadístico Jarque Bera

Elaboración propia, considerando los datos de la simulación de Montecarlo

7.4. Determinación del costo de oportunidad de largo plazo

El costo de oportunidad utilizado para determinar la probabilidad de pérdida replica el rendimiento de largo plazo, neto de comisión de gestión, de un portafolio alternativo a los administrados por las AFP. Asimismo, para hacerlos comparables a la TIR de los fondos 1, 2 y 3, considera los límites por tipo de instrumento de inversión establecidos por la SBS.

El criterio de optimización (función objetivo) que permite determinar el portafolio alternativo se basa en el supuesto de que los inversionistas tienen como objetivo minimizar la volatilidad que proviene de los retornos negativos (volatilidad no deseada), no en la desviación estándar que proviene de los retornos positivos (volatilidad deseada). En ese sentido, se ha considerado conveniente utilizar como criterio de optimización el ratio de Sortino en lugar del ratio de Sharpe.

La principal diferencia entre el ratio de Sortino y el ratio de Sharpe es que, mientras el primero se centra en la volatilidad de los retornos negativos, el segundo se enfoca en la volatilidad total (volatilidad de los retornos negativos y positivos). En condiciones en las que las distribuciones de los retornos se distribuyen de forma simétrica ambos ratios dan resultados consistentes. Sin embargo, como se explicará más adelante en el presente punto, los retornos de los activos que componen los portafolios alternativos no son todos simétricos, por lo cual se consideró apropiado utilizar el ratio de Sortino.

En esa línea, se construyeron portafolios *benchmark* para cada tipo de fondo, cuya rentabilidad será utilizada como el costo de oportunidad de largo plazo. Además, con esta, se determina la probabilidad de pérdida para cada fondo. Los portafolios *benchmark* de los fondos 1, 2 y 3 son construidos considerando el objetivo de maximizar el ratio de Sortino, sujeto a las restricciones de inversión que a la fecha tienen los fondos 1, 2 y 3 de las AFP. Entre las variables, se tomaron en cuenta el porcentaje de inversión para los instrumentos de renta variable, renta fija e instrumentos de corto plazo.

Para la selección de los instrumentos representativos que componen los portafolios *benchmark*, dada la limitada disponibilidad de información del mercado local

en horizontes de muy largo plazo, se tomó en cuenta la información de retornos anuales (Damodaran, s.f.) para el período 1928-2012 de los siguientes activos:

- Índice S&P 500, como representativo del mercado de instrumentos de renta variable.
- Letras del Tesoro Americano a tres meses, como representativo de instrumentos de corto plazo o equivalentes de efectivo
- Bono del Tesoro Americano a diez años, como representativo de los instrumentos de renta fija mayores a un año.
- Para el caso de instrumentos derivados, no se dispone de información de largo plazo ni el efecto que estos tendrían en la rentabilidad de los portafolios *benchmark*. Debido a ello, no han sido considerados para la determinación del portafolio *benchmark*.

De acuerdo con el análisis de asimetría, se verificó que de los tres activos en cuestión solo el retorno del índice S&P 500 tiene un nivel de asimetría aceptable (0,3680). Asimismo, satisface el test de normalidad Jarque-Bera con una probabilidad de 34,63%. En cambio, el retorno de las Letras y Bonos del Tesoro Americano a 10 años, tienen coeficientes de asimetría del orden 0,9531 y 1,0304 respectivamente y no satisfacen el test de normalidad. A partir de ello, se obtiene estadísticos Jarque-Bera con probabilidades 0,05% y 0,00% respectivamente, de modo que se justifica utilizar el ratio de Sortino en lugar del ratio de Sharpe.

En la estimación del ratio de Sortino, se consideró como rentabilidad mínima exigible para los tres tipos de fondo la rentabilidad promedio anual de los bonos del tesoro americano a diez años, para el período 1928-2012. El planteamiento matemático del problema de optimización para determinar el portafolio *benchmark* para los fondos 1, 2 y 3 se basa en las fórmulas (4) y (5) y es el siguiente:

$$Max S = \frac{E[R_p - T]}{TDD_p}$$

Ello está sujeto a lo siguiente:

$$A \times R_{RV} + B \times R_{CP} + C \times R_{LP} = R_p$$

$$TDD_p = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\text{Min}(0, R_{p_i} - T))^2}$$

$$A \leq LIM_{RV}$$

$$B \leq LIM_{CP}$$

$$C \leq LIM_{LP}$$

$$A + B + C = 1$$

$$A, B, C \geq 0$$

Donde:

S : Es el ratio de Sortino.

A : Corresponde a la proporción de la inversión en instrumentos de renta variable como proporción del total.

B : Refiere a la proporción de la inversión en instrumentos de corto plazo como proporción del total.

C : Corresponde a la proporción de la inversión en instrumentos de renta fija como proporción del total.

R_p : Es la rentabilidad promedio del portafolio en el período 1928-2012.

R_{RV} : Es la rentabilidad promedio de los instrumentos de renta variable en el período 1928-2012.

R_{CP} : Es la rentabilidad promedio de los instrumentos corto plazo en el período 1928-2012.

R_{LP} : Es la rentabilidad promedio de los instrumentos renta fija en el período 1928-2012.

LIM_{RV} : Es el límite de inversión máximo en instrumentos de renta variable, establecido por la SBS.

LIM_{CP} : Es el límite de inversión máximo en instrumentos corto plazo, establecido por la SBS.

LIM_{LP} : Es el límite de inversión máximo en instrumentos de renta fija, establecido por la SBS.

T : Es la rentabilidad anual promedio mínima exigida y corresponde al promedio de rentabilidad de los bonos del tesoro americano a diez años, en el período 1928-2012.

TDD_p : Es la desviación media de los retornos negativos.

R_{p_i} : Es la rentabilidad del portafolio en el período i . Se calcula como la sumatoria de los productos que resultan de la multiplicación de A , B y C por sus respectivas rentabilidades en un determinado año.

N : Es el número de observaciones anuales del período 1928-2012.

En la siguiente tabla, se muestran los resultados de la estimación de los portafolios *benchmark*:

Tabla 12. Resultados de portafolios *benchmark*

Descripción	Distribución de inversiones de portafolio			Resultados			
	Renta variable %	Corto plazo %	Renta fija %	Coficiente de asimetría	Test Jarque - Bera %	Ratio de Sortino	Rentabilidad anual en US\$ %
Fondo 1	10	50	40	1,0676	0,0083	-0,1084	5,0854
Fondo 2	45	25	30	-0,3294	0,0000	0,3863	7,5855
Fondo 3	80	0	20	-0,3891	0,0000	0,4952	10,0855

Como se señaló, dado que los tres fondos tienen límites de inversión distintos, se obtienen tres tipos de rentabilidad anual distintos, los cuales maximizan el valor del ratio de Sortino para cada tipo de fondo. Cabe anotar que las rentabilidades obtenidas en el cuadro anterior se expresan en dólares americanos, y consideran que el costo de oportunidad de inversión en cada fondo de las AFP se expresa en nuevos soles reales. A partir de ello, se realiza una transformación de tasas, para lo cual se considera las ecuaciones de paridad de Fisher en dos sentidos:

a) Hipótesis abierta de la paridad de tasas de interés internacionales. Para obtener la rentabilidad anual en nuevos soles, se aplica la siguiente ecuación (9):

$$(1 + r_{Sl.}) = (1 + r_{US\$}) \times (1 + Dev_{LP}) \quad (9)$$

Donde:

$r_{Sl.}$: Corresponde a la rentabilidad anual nominal en nuevos soles.

$r_{US\$}$: Es la rentabilidad anual del portafolio *benchmark* expresado en dólares americanos.

Dev_{LP} : Refiere a la devaluación anual esperada de largo plazo.

Para determinar la devaluación anual esperada, se ha considerado el supuesto que esta será en promedio del 2% en el largo plazo. Es necesario señalar que, en el marco macroeconómico multianual publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (2013), se considera una devaluación anual de -1,09% para el año 2014, -0,74% para el 2015, y 0% para 0 el 2016. Asimismo, en el período marzo de 1992-mayo 2013, la devaluación anualizada asciende a 7,67%, que corresponde a un período de muy alta volatilidad.

b) Hipótesis cerrada de la paridad de tasas de interés. Para obtener la rentabilidad anual en nuevos soles en términos reales, se aplica la siguiente ecuación (10):

$$r_{Sl.real} = \frac{r_{Sl.} - \pi}{1 + \pi} \quad (10)$$

Donde:

$r_{Sl.real}$: Refiere a la rentabilidad anual real en nuevos soles.

$r_{Sl.}$: Es la rentabilidad anual nominal en nuevos soles, obtenida en a).

π : Corresponde a la inflación anual esperada de largo plazo.

Para determinar la inflación anual esperada, se ha considerado que esta será en promedio del 3% en el largo plazo. Es necesario señalar que, en el marco macroeconómico multianual publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (2013), se considera una inflación anual de 2% anual para los años 2014, 2015 y 2016. Además, se debe tener en cuenta que la meta de inflación del Banco Central de Reserva establece un límite máximo de 3% anual. Asimismo, en el período marzo de 1992-mayo 2013, la inflación anualizada asciende a 4,99%, que corresponde a un período de muy alta volatilidad.

Para determinar la rentabilidad mensual ($r_{mensual}$) de largo plazo en términos reales, se transforma la rentabilidad real anual obtenida utilizando la siguiente ecuación (11):

$$r_{mensual} = (1 + r_{Sl.real})^{1/12} - 1 \quad (11)$$

Finalmente, para determinar el costo de oportunidad mensual en términos reales (R_e), se considera que esta debe ser neta de comisiones de gestión. Cabe anotar que esta será comparada con la TIR, la cual —por definición en el presente estudio—, es neta de comisiones de gestión. Para tal efecto, se utiliza la siguiente ecuación (12):

$$R_e = (1 + r_{mensual})(1 - CG) - 1 \quad (12)$$

Los costos de gestión para cada tipo de fondo se estiman como un porcentaje del fondo. Estos han sido determinados como el promedio del mercado, tanto de afiliados como no afiliados, lo cual corresponde a las comisiones cobradas por las AFP por administrar aportes voluntarios sin fin previsional a mayo de 2013. El detalle se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 13. Comisiones de gestión de las AFP

	AFP Horizonte		AFP Integra		AFP Prima		AFP Profuturo		Promedio
	Afiliados	No afiliados	Afiliados	No afiliados	Afiliados	No afiliados	Afiliados	No afiliados	
Fondo 1	0,0600	0,1000	0,0950	0,0950	0,1000	0,1500	0,1000	0,1000	0,1000
Fondo 2	0,1000	0,1500	0,1450	0,1450	0,1300	0,2500	0,1750	0,1750	0,1588
Fondo 3	0,1400	0,2000	0,1650	0,1650	0,1600	0,2500	0,1900	0,1900	0,1825

La siguiente tabla muestra los parámetros utilizados y los resultados obtenidos para determinar el costo de oportunidad mensual real de largo plazo para cada tipo de fondo.

Tabla 14. Cálculo del costo de oportunidad mensual real de largo plazo

Descripción	Rentabilidad anual en US\$	Devaluación anual esperada de LP	Inflación anual esperada de LP	Rentabilidad anual real en S/.	Rentabilidad mensual real en S/.	Comisión de gestión mensual	Costo de oportunidad mensual S/.
Fondo 1	0,50854%	2,00%	3,00%	4,0652%	0,3326%	0,1000%	0,2323%
Fondo 2	7,5855%	2,00%	3,00%	6,5409%	0,5294%	0,1588%	0,3698%
Fondo 3	1008,5500	2,00%	3,00%	9,0167%	0,7220	0,1825%	0,5382%

7.5. Determinación de la probabilidad de pérdida

7.5.1. Sin octubre de 2008

En este caso, se considera la información obtenida en las tablas 10 y 14 para determinar la probabilidad de pérdida. Por su parte, las tablas 15, 16 y 17 muestran los parámetros obtenidos de la simulación de Montecarlo y los resultados del cálculo de la probabilidad de pérdida de la decisión de optar por los fondos 1, 2 y 3 respectivamente. Para los casos del fondo 1 de la AFP Prima, fondo 2 de AFP Profuturo y fondo 3 de AFP Horizonte, debido a que no se ajustan a una distribución normal, se seleccionaron las distribuciones de probabilidad más apropiadas como resultado de aplicar el test Anderson-Darling.

La tabla 18 resume las probabilidades de pérdida obtenidas de las tablas 15, 16 y 17. A partir de ello,

se aprecia que, a nivel del fondo 1, la menor probabilidad de pérdida se obtiene en la AFP Horizonte con 0,0000%. En contraposición, la mayor probabilidad de pérdida está en la AFP Profuturo con 0,0731%. A nivel del fondo 2, la menor probabilidad de pérdida se encuentra en la AFP Prima con 0,1655%; y la mayor, en AFP Horizonte con 0,9764%. En el caso del fondo 3, la menor probabilidad de pérdida se obtiene en la AFP Prima con 0,1010%; y la mayor probabilidad de pérdida, en la AFP Horizonte con 0,2188%.

A través de la comparación de los resultados de los tres fondos (tabla 18), se observa que la mayor probabilidad de pérdida se encuentra en el fondo 2 de la AFP Horizonte (0,9764%); y la menor probabilidad de pérdida está en el fondo 1 de la AFP Horizonte (0,0000%).

**Tabla 15. Probabilidad de pérdida en fondo 1
(sin octubre 2008)**

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Normal	Normal	Beta	Normal
Media	0,5627%	0,4523%	0,4951%	0,4299%
Desviación estándar	0,0561%	0,0634%	0,0604%	0,0621%
Beta			100	
Alpha			100	
Mínimo			1,2180%	
Máximo			2,7390%	
RMR anual	2,832%	2,832%	2,832%	2,832%
RMR mensual	0,2323%	0,2323%	0,2323%	0,2323%
Estadístico	-5,8899	-3,4704		-3,1823
Probabilidad de pérdida	0,0000%	0,0260%	0,0061%	0,0731%

**Tabla 16. Probabilidad de pérdida del fondo 2
(sin octubre 2008)**

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Normal	Normal	Normal	Weibull
Media	0,6909%	0,7265%	0,7681%	0,7604%
Desviación estándar.	0,1375%	0,1314%	0,1356	0,1396
Location				0,2040
Scale				0,6100
Shape				4,52596%
RMR anual	4,5290%	4,5290%	4,5290%	4,5290%
RMR mensual	0,3698%	0,3698%	0,3698%	0,3698%
Estadístico	-2,3353	-2,7146	-2,9373	
Probabilidad de pérdida	0,9764%	0,3318%	-0,1655%	0,2747%

**Tabla 17. Probabilidad de pérdida del fondo 3
(sin octubre 2008)**

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Logística	Normal	Normal	Normal
Media	1,290%	1,206%	1,2288%	1,1671%
Desviación estándar.	0,226%	0,2257%	0,2237%	0,2182%
Mean	1,2910%			
Scale	0,1230%			
RMR anual	6,6531%	6,6531%	6,6531%	6,6531%
RMR mensual	0,5382%	0,5382%	0,5382%	0,5382%
Estadístico		-2,9597	-3,0872	-2,8822
Probabilidad de pérdida	0,2188%	0,1540%	0,1010%	0,1974%

Tabla 18. Resumen de probabilidad de pérdida (sin octubre 2008)

Concepto	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,0000	0,0260	0,0061	0,0731
Fondo 2	0,9764	0,3318	0,1655	0,2747
Fondo 3	0,2188	0,1540	0,1010	0,1974

7.5.2. Considerando octubre de 2008

En este caso, se considera la información obtenida en las tablas 11 y 14 para determinar la probabilidad de pérdida. Respecto a las tablas 19, 20 y 21, en ellas, se muestra el cálculo de la probabilidad de pérdida de los fondos 1, 2 y 3, considerando octubre de 2008. En todos los casos, se considera para el cálculo de la

probabilidad de pérdida que la TIR de los fondos se distribuye normalmente, de acuerdo con los resultados obtenidos en la tabla 11.

En la tabla 22, se resume las probabilidades de pérdida obtenidas en las tablas 19, 20 y 21. De este modo, se aprecia que —a nivel del fondo 1— la menor probabilidad de pérdida se encuentra en la AFP Horizonte con 0,0000%, mientras que la mayor probabilidad de pérdida está en la AFP Profuturo con 0,0532%. A nivel del fondo 2, la menor probabilidad de pérdida corresponde a la AFP Prima con 1,2835%; y la mayor, a AFP Horizonte con 4,8639%. A nivel del fondo 3, la menor probabilidad de pérdida se obtiene en la AFP Horizonte con 0,8199%; y, en AFP Profuturo, se observa la mayor probabilidad de pérdida, con 3,0123%.

Tabla 19. Probabilidad de pérdida del fondo 1 (con octubre 2008)

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
Media	0,5477%	0,4589%		
Desviación estándar	0,0628%	0,0687%		
RMR anual	2,8232%	2,8232%	2,8232%	2,8232%
RMR mensual	0,2323%	0,2323%	0,2323%	0,2323%
Estadístico	-5,0226	-3,2987	-4,2737	-3,2729
Probabilidad de pérdida	0,0000%	0,0486%	0,0010%	0,0532%

Tabla 20. Probabilidad de pérdida del fondo 2 (con octubre 2008)

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
Media	0,6240%	0,6503%	0,6922%	0,6640%
Desviación estándar	0,1533%	0,1470%	0,1445%	0,1416%
RMR anual	4,5290%	4,5290%	4,5290%	4,5290%
RMR mensual	0,3698%	0,3698%	0,3698%	0,3698%
Estadístico	-1,6582	-1,9082	-2,2312	-2,077
Probabilidad de pérdida	4,8639%	2,8184%	1,2835%	1,8869%

Tabla 21. Probabilidad de pérdida del fondo 3 (con octubre 2008)

Concepto	Horizonte 1	Integra 1	Prima 1	Profuturo 1
Distribución	Normal	Normal	Normal	Normal
Media	1,1293%	1,0257%	1,0264%	0,9978%
Desv. estándar	0,2463%	0,2553%	0,2554%	0,2446%
RMR anual	6,6531%	6,6531%	6,6531%	6,6531%
RMR mensual	0,5382%	0,5382%	0,5382%	0,5382%
Estadístico	-2,3999	-1,9095	-1,9115	-1,8790
Probabilidad de pérdida	0,8199%	2,8098%	2,7970%	3,0123%

Tabla 22. Resumen de probabilidad de pérdida (con octubre 2008)

Concepto	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,0000	0,0486	0,0010	0,0532
Fondo 2	4,8639	2,8184	1,2835	1,8869
Fondo 3	0,8199	2,8098	2,7970	3,0123

Adicionalmente, se realizaron nuevos cálculos para determinar las distribuciones de probabilidad de los retornos al vencimiento de los fondos 1, 2 y 3. En ese marco, se mantuvo todos los supuestos de cálculo, con la salvedad de que al afiliado se le resta quince años para su jubilación y que a la fecha ha acumulado un fondo equivalente a noventa sueldos mensuales. Asimismo, se consideró que las distribuciones de probabilidad de la TIR no contienen el efecto octubre de 2008. Estos resultados se muestran en la tabla 23:

Tabla 23. Restan 15 años para la jubilación (sin octubre 2008)

Fondo	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,0014	0,2426	0,0517	0,4589
Fondo 2	4,2956	2,7637	1,5613	1,8719
Fondo 3	0,9318	2,7795	2,8020	3,0959

Para determinar la distribución de probabilidad de la TIR para cada fondo, se aplicó el test de Jarque-Bera con un nivel de confianza de 5%. Ello se complementó con el test de Anderson-Darling, de modo que se pudiera identificar la distribución más apropiada en caso el test Jarque-Bera rechace la normalidad de la distribución. De esta manera, se obtuvo que la distribución de probabilidad de los fondos 1 y 2 administrados por las cuatro AFP en análisis sigue una línea de distribución normal. Para el caso del fondo 3, la distribución de la TIR de Horizonte e Integra siguen una distribución normal; en cambio, Prima y Profuturo siguen una distribución t de Student.

La probabilidad de pérdida más baja la proporciona el fondo 1 de AFP Horizonte, con 0,0014%; y la probabilidad de pérdida más alta la proporciona el fondo 2 de AFP Horizonte, con 4,2956%.

7.6. Comparación de metodologías y análisis de resultados

Tanto la metodología del ratio de Sortino como la probabilidad de pérdida proporcionan indicadores que permiten medir el desempeño de fondos. Ambos se basan en el criterio a partir del cual se selecciona aquellos fondos cuya eficiencia (relación retorno / riesgo) es la mayor posible.

En el caso de la metodología de la probabilidad de pérdida, esta se interpreta como la probabilidad de que el rendimiento esperado de largo plazo neto de comisiones (TIR) —obtenido por un determinado fondo de una AFP— no supere su costo de oportunidad de largo plazo. Esta metodología se desarrolla considerando una proyección de las condiciones actuales que tiene cada fondo hasta el momento de jubilación del afiliado, y las resume en la distribución de probabilidad de la TIR. Esta última incorpora la variable

gestión de cada fondo a través de la distribución de probabilidades de los retornos históricos del período marzo 2006-mayo 2013. Cabe anotar que el criterio de decisión de la probabilidad de pérdida implica seleccionar aquellos fondos cuya probabilidad de pérdida es menor.

En el caso del ratio de Sortino, el valor obtenido para este indicador se interpreta como el exceso de retorno sobre el costo de oportunidad o rentabilidad mínima esperada. Dicho exceso de retorno se encuentra ajustado por riesgo. Asimismo, para determinar la rentabilidad mínima exigida, se ha considerado el retorno medio obtenido por el mercado para cada fondo en el período de análisis (marzo 2006-mayo 2013). En cuanto al ajuste por riesgo, este se ha llevado a cabo considerando la desviación estándar de los retornos negativos. El criterio de decisión de este ratio implica seleccionar aquellos fondos cuyo valor numérico del ratio de Sortino sea mayor.

Asimismo, es necesario señalar que, en el presente análisis, respecto a la utilidad de las metodologías, el ratio de Sortino sirve para medir el desempeño histórico de los fondos, información que es útil para todo el mercado. Cabe anotar que, para su cálculo, se considera los retornos en términos brutos (sin descontar comisiones de gestión).

En el caso de la probabilidad de pérdida, se busca medir el desempeño esperado de largo plazo del fondo. Este es calculado de forma individual para cada afiliado; se trata, entonces, de un indicador personalizado. Ello responde a que el valor de la probabilidad de pérdida depende, además del desempeño de los fondos, de los años que le resta para la jubilación, la estructura de comisiones, de las expectativas de ingreso, del nivel de empleabilidad esperado (aportes esperados), de la evolución del costo de oportunidad

esperado, de los límites de inversión que establezca la SBS para cada fondo, y de las expectativas de inflación y devaluación.

En la metodología de probabilidad de pérdida, dos personas no tienen necesariamente los mismos valores para la probabilidad de pérdida. Como puede apreciarse en las tablas 18 y 23, ambos muestran los resultados del cálculo de la probabilidad de pérdida sin considerar octubre de 2008, para dos personas a quienes les resta distintos años antes de jubilarse (40 años *versus* 15 años).

Además, se aprecia en las tablas 18 y 23 que, si bien es cierto los resultados de ambos cuadros son consistentes para determinar los fondos de menor y mayor probabilidad de pérdida (Horizonte fondo 1 y Horizonte fondo 2 respectivamente), hay divergencia en la selección del fondo 3 más eficiente. A partir de la tabla 18, se concluye que el fondo más eficiente es el de AFP Prima, mientras que, del cuadro 23, se concluye que el fondo más eficiente es el de AFP Horizonte (menor probabilidad de pérdida).

En la tabla 24, se muestra —a manera de resumen— una comparación de los resultados obtenidos al aplicar las metodologías de probabilidad de pérdida y ratio de Sortino. Para el caso de la probabilidad de pérdida, los resultados corresponden a un afiliado con las características señaladas en el punto 7.2 del presente.

Tabla 24. Comparativo de metodologías

Probabilidad de pérdida - Sin octubre 2008				
Fondo	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,0000	0,0260	0,0061	0,0731
Fondo 2	0,9764	0,3318	0,1655	0,2747
Fondo 3	0,2188	0,1540	0,1010	0,1974

Probabilidad de pérdida - Con octubre 2008				
Fondo	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,0000	0,0486	0,0010	0,0532
Fondo 2	4,8639	2,8184	1,2835	1,8869
Fondo 3	0,8199	2,8098	2,7970	3,0123

Desempeño histórico - Ratio de Sortino				
Fondo	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Fondo 1	0,1971	0,0673	0,1002	0,0381
Fondo 2	-0,01742	-0,0007	0,0137	0,0089
Fondo 3	0,0129	-0,0104	-0,0091	-0,0227

Comisión de gestión				
Fondo	Horizonte %	Integra %	Prima %	Profuturo %
Comisión	1,8500	1,7400	1,6000	1,8400

7.7. Interpretación de resultados

En la tabla 24, en gris, se encuentra sombreada la mejor alternativa para cada fondo. En celeste, se resalta la alternativa menos recomendable para cada fondo. Por su parte, los recuadros remarcados señalan la mejor alternativa comparando todos los fondos de las AFP. Los recuadros que contienen doble línea inferior muestran las alternativas menos recomendables comparando todos los fondos de las AFP.

Para el caso del fondo 1, el ratio de Sortino evidencia que AFP Horizonte tiene el mayor valor (0,1971), mientras que AFP Profuturo presenta el menor exceso de rentabilidad ajustado por riesgo (0,0381). Por su lado, el análisis de la probabilidad de pérdida, con y sin octubre del 2008, da cuenta de que AFP Horizonte tiene la menor probabilidad de pérdida y AFP Profuturo tiene la mayor probabilidad de pérdida.

Cabe anotar que los resultados obtenidos coinciden en ambas metodologías.

Para el caso del fondo 2, los criterios del ratio de Sortino y la probabilidad de pérdida, con y sin octubre de 2008, coinciden en la selección del fondo más recomendable (AFP Prima) y menos recomendable (AFP Horizonte) respectivamente. En cuanto al fondo 3, los criterios del ratio de Sortino y la probabilidad de pérdida con octubre de 2008 concuerdan en la selección del fondo más recomendable (AFP Horizonte) y el menos recomendable (AFP Profuturo).

Los resultados de la probabilidad de pérdida, para el fondo 3, sin octubre de 2008, evidencian que el fondo menos recomendable es AFP Horizonte y el más recomendable es AFP Prima. Estos resultados divergen de aquellos obtenidos cuando se considera octubre de 2008. De igual modo, difieren de los resultados alcanzados mediante la aplicación del ratio de Sortino.

Una explicación de esta divergencia es que, en el caso de la probabilidad de pérdida con octubre de 2008 y en el cálculo del ratio de Sortino, se consideró la observación octubre de 2008, a diferencia del escenario sin octubre de 2008. Esto puede haber derivado en un efecto estadístico distinto dado que la inclusión o exclusión de la observación señalada incide en los parámetros de la distribución de probabilidad de los retornos.

En relación con la selección del fondo más eficiente, al comparar los fondos 1, 2 y 3 de cada AFP mediante la metodología del ratio de Sortino y la probabilidad de pérdida (con y sin octubre de 2008), se concluye que el fondo 1 de AFP Horizonte es el más eficiente: se obtiene el mayor ratio de Sortino y la menor probabilidad de pérdida. Cabe anotar que el fondo 1 de AFP Horizonte, además de ser el más eficiente en términos

de relación riesgo/retorno, presenta la mayor comisión de gestión: 1,84% (comisión por flujo).

Para el caso del fondo 2, AFP Horizonte presenta el fondo menos eficiente, pero con la más cara comisión de gestión. En esta categoría, el fondo más eficiente es el de Prima AFP, con un costo de 1,60%. Respecto al fondo 3, considerando las metodologías de ratio de Sortino y de probabilidad de pérdida (con octubre 2008), se obtiene que el fondo gestionado por AFP Horizonte es el más eficiente, y a su vez el de mayor comisión de gestión: 1,84%.

8. Conclusiones

Los fondos, materia del presente estudio, corresponden a los fondos 1, 2 y 3 de AFP Horizonte, Integra, Prima y Profuturo, cuyos retornos corresponden al período marzo 2006-mayo 2013.

En este trabajo, se desarrolló una nueva metodología para seleccionar un fondo de AFP, basado en el criterio de la probabilidad de pérdida del afiliado, la cual se define como la probabilidad de que la rentabilidad al vencimiento (TIR) no supere el costo de oportunidad del afiliado. Dentro de este marco, se consideraron supuestos específicos para su cálculo, los cuales pueden personalizarse para cada afiliado según su situación y expectativas particulares.

Es necesario precisar que los cálculos de la probabilidad de pérdida que se realizan en el presente artículo corresponden a un individuo con los supuestos señalados. En la modelización financiera, no se han considerado los efectos de la venta de AFP Horizonte ni las nuevas modificaciones al marco regulatorio (reforma del sistema privado de pensiones, comisiones y edad de jubilación), debido a que estas no proporcionan información histórica suficiente.

La probabilidad de pérdida constituye un indicador unidimensional a la medida del afiliado, que proporciona información para tomar la decisión sobre en qué fondo es más conveniente ahorrar para la jubilación. Bajo este criterio, el fondo más apropiado es aquel que tiene la relación rentabilidad/riesgo más eficiente. En ese sentido, son deseados aquellos fondos que tienen la menor probabilidad de pérdida (menor probabilidad de pérdida equivale a una mayor eficiencia).

Sobre la hipótesis a) del alcance del estudio, considerando los resultados obtenidos, bajo los supuestos de cálculo asumidos, se concluye que —en términos generales— la probabilidad de pérdida y el ratio de Sortino (desempeño histórico) coinciden en la selección del fondo más adecuado. Sin embargo, a nivel comparativo, dentro de cada tipo de fondo, existen algunas divergencias, dependiendo de si se considera octubre de 2008 en la distribución de los retornos. De acuerdo con ello, se obtuvo lo siguiente:

- El criterio de probabilidad de pérdida (con y sin octubre de 2008) y del ratio de Sortino permiten seleccionar el fondo más eficiente (fondo 1 de AFP Horizonte) de entre todos los fondos (1, 2 y 3). En ello, coinciden.
- Hay coincidencia en la determinación de los fondos más y menos eficientes en los fondos 1 y 2 mediante la probabilidad de pérdida (con y sin octubre de 2008) y considerando el ratio de Sortino.
- Para el caso del fondo 3, también, hay correspondencia al determinar los fondos más y menos eficientes, considerando la probabilidad de pérdida (con octubre de 2008) y con el ratio de Sortino.
- Existe divergencia entre la probabilidad de pérdida y el ratio de Sortino cuando se determina el fondo menos eficiente.

- Debe considerarse que la probabilidad de pérdida implica la medición de una rentabilidad esperada al vencimiento para un determinado afiliado. Es el resultado de una proyección financiera considerando supuestos de mercado y supuestos inherentes al afiliado. En cambio, el ratio de Sortino se mide utilizando información histórica de cada fondo.

En cuanto a la hipótesis b) del alcance del estudio, esta no se verifica, debido a que el test de normalidad arroja resultados distintos cuando se considera o excluye octubre de 2008. Los retornos históricos obtenidos por los fondos administrados por las AFP en el período de evaluación (información histórica) se distribuyen normalmente al 5% de significancia si se excluye los retornos de octubre de 2008 (fecha de inicio de la crisis financiera internacional). Si en el análisis de normalidad se considera los retornos de octubre de 2008, se rechaza el test de normalidad.

Asimismo, las series de tiempo de los retornos reales mensuales históricos con y sin octubre de 2008 son estacionarias al 1% de significancia. Ello implica que se acepta la hipótesis de que existe una media y varianza constantes durante el período de evaluación, lo cual concuerda con la distribución de retornos sin octubre de 2008 (normal) y con octubre de 2008 (logística). Los parámetros de estas distribuciones fueron utilizados en la estimación de la distribución de probabilidad de la rentabilidad al vencimiento (TIR).

En el caso de la hipótesis c) del alcance del estudio, se obtuvieron los siguientes resultados:

- El test de normalidad, al 5% de significancia de todas las distribuciones de probabilidad de la rentabilidad al vencimiento (TIR) de los fondos administrados por las AFP, indica que siguen el patrón de una distribución normal, considerando octubre de 2008.

- Al mismo nivel de significancia, el test de normalidad, sin considerar octubre de 2008, señala que la TIR se distribuye normalmente para todos los fondos, con excepción de fondo 1 de AFP Prima (distribución beta), fondo 2 de AFP Profuturo (distribución Weibull) y fondo 3 de AFP Horizonte (distribución logística).

Respecto a la hipótesis d) del alcance del estudio, al comparar la probabilidad de pérdida de cada fondo y sus comisiones de gestión, se obtiene que no necesariamente las AFP con las comisiones de gestión más altas son las menos rentables, y viceversa. En el período de análisis, la comisión de gestión de AFP Horizonte es la más alta y es, a su vez, la que presenta la mayor eficiencia (relación riesgo-retorno) en el fondo 1. Sin embargo, en el fondo 2, la misma AFP es la más cara y la menos eficiente, mientras que AFP Prima es la menos cara y más eficiente.

Es necesario señalar que el sistema de comisiones en evaluación ha sido el de flujo; sin embargo, la Superintendencia de Banca y Seguros a la fecha viene implementando sistemas alternativos, como el de comisión por saldo, no evaluados en el presente estudio.

Finalmente, a partir de la hipótesis e) del alcance del estudio, se obtiene la probabilidad de pérdida del afiliado para todos los fondos (1, 2 y 3), con y sin octubre de 2008. En este caso, la probabilidad de pérdida es menor al 5%. De este modo, se concluye que la probabilidad de que la rentabilidad esperada al vencimiento (neto de comisiones) del afiliado sea menor a su costo de oportunidad es menor al 5%. Ello se interpreta como una baja probabilidad, de no superar a los retornos de un portafolio internacional.

Referencias bibliográficas

- Alonso, Javier, Carlos Herrera, María Llanes & David Tuesta (2010). *Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia*. Documentos de Trabajo – BBVA Research, Documento de Trabajo N° 10. Santiago de Chile: BBVA Research.
- Banco Central de Reserva del Perú (2013). Consulta a series estadísticas del BCRP. Recuperado el 15 de abril de 2014, de <http://estadisticas.bcrp.gob.pe/index.asp?sIdioma=1&sTitulo=todo&sFrecuencia=M>
- Benninga, Simon (2008). *Financial Modeling* (3ª ed.). Massachusetts: The MIT Press.
- Bernal, Noelia, Ángel Muñoz, Hugo Perea, Johanna Tejada & David Tuesta (2008). *Una mirada al sistema privado de pensiones diagnóstico y propuestas*. Lima: BBVA – Estudios Previsionales.
- Berstein, Solange & Rubén Castro (2005). *Costos y rentabilidad de los fondos de pensiones: ¿qué informar a los afiliados?* Serie Documentos de Trabajo, Documento de Trabajo N° 1. Santiago de Chile: Superintendencia de AFP.
- Castillo, Paul & Ruy Lama (1998). Evaluación de portafolio de inversionistas institucionales: fondos mutuos y fondos de pensiones. *Estudios Económicos*, 3, 1-38. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Comisión Técnica de Inversiones de la Asociación Internacional de Organismos Supervisores de Pensiones (AIOS) (1999). Análisis de la rentabilidad de los fondos de pensión. *Revista Internacional de Fondos de Pensiones*, noviembre, 1.
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Nueva York: Wiley.
- DeMiguel, Víctor, Lorenzo Garlappi & Raman Uppal (2009). Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy. *The Review of Financial Studies*, 22(5), 1915-1953.
- Fishburn, Peter (1977). Mean-Risk Analysis with Risk Associated with Below-Target Returns. *The American Economic Review*, 67(2), 115-126.
- Giles, David (2000). *A saddlepoint approximation to the distribution function of the Anderson-Darling test statistic*. Econometrics Working Paper 0005. Victoria, Canadá: Victoria University.
- Gurovich, Gabriela (2005). *Análisis del desempeño de los multifondos en el sistema de pensiones chileno: benchmarks por grupos y por clases de activos*. Tesis de Magister en Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Ho, Thomas & Sang Lee (2004). *The Oxford Guide to Financial Modeling*. Nueva York: Oxford University Press.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (s.f.). *Población y vivienda*. Recuperado el 15 de abril de 2014, de <http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/poblacion-y-vivienda/>
- Medina, Alex, Cecilia Gallegos, Celso Vivallo, Yasna Cea & Alexi Alarcón (2013). Efecto sobre la rentabilidad que tiene para el afiliado la comisión cobrada por las administradoras de fondos de pensiones. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 18(34), 24-33.
- Mendiola, Alfredo, Carlos Aguirre, Diego Buendía, Jean Paul Chong, Marco Antonio Segura & Marco Aurelio Segura (2013). *Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor*. Serie Gerencia para el Desarrollo 29. Lima: Universidad Esan.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2013). *Marco Macroeconómico Multianual. Revisado 2014-2016 (Actualizado al mes de agosto de 2013)*. Recuperado el 15 de abril de 2014, de http://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM2014_2016_Rev.pdf
- Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (2013). *Departamentos 2013*. Recuperado el 15 de abril de 2014, de <http://www.mintra.gob.pe/mostratContenido.php?id=151&tip=548>

- Munnell, Alicia, Jean-Pierre Aubri & Josh Hurwitz (2013). How sensitive is public pension funding to investment returns? *State and Local Pension Plans*, Brief 34. Chestnut Hill, MA: Center for Retirement Research at Boston College.
- Oracle (2012). *User's guide 11.1.2*. Oracle Crystal Ball.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2009a). *Histórico del SPP*. Recuperado el 30 de enero de 2014, de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadisticoHist.asp?p=36#>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2009b). *Principales variables del SPP*. Recuperado el 30 de enero de 2014, de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=38#>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2012a). *Resolución S.B.S. 8514-2012*. Lima, noviembre.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2012b). Anexos Técnicos 1 y 2. *Resolución S.B.S. 8514-2012*. Lima, noviembre.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2012c). *Resolución S.B.S. 9617-2012*. Lima, diciembre.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2013d). *Resolución S.B.S. 2935-2013*. Lima, mayo.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2014). Cartilla informativa multifondos. Recuperado el 15 de abril de 2014, de http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=2338
- Valdés, Salvador (1992). *Selección de AFP y regulación de la información*. Documento de Trabajo 140. Santiago de Chile: Pontificia Universidad Católica de Chile – Instituto de Economía.
- Wojt, Alexander (2009). Portfolio Selection and Lower Partial Moments. Master thesis. Royal Institute of Technology of Stockholm.
- Zanabria, Paul (2007). Modelos de atribución de desempeño y su aplicación al manejo de portafolios. *Revista Moneda*, 136, 35-41. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Fecha de recepción: 17 de noviembre de 2013

Fecha de aceptación: 19 de julio de 2014

Correspondencia: juan.ames@pucc.edu.pe

Estrutura de propriedade e incentivos de *catering* para os dividendos nos países da zona euro

António Carlos Gomes Dias y Maria Elisabete Duarte Neves

Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro
Centro de Estudos Transdisciplinares para o Desenvolvimento
Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Este artigo é construído sobre as predições da teoria de *catering* de dividendos e examina a interação entre os incentivos e a estrutura de propriedade em um contexto comportamental com a percepção do investidor nos dividendos. Temos a intenção de avaliar como a estrutura de propriedade afeta a disposição das empresas em países da zona euro para ajustar seus pagamentos aos sentimentos dos investidores. Para atingir este objetivo, propomos um modelo de dividendos que incorpora uma variável ao nível de empresas para aproximar-se o efeito de *catering*. Os resultados da estimação do modelo usando o GMM revelam um efeito de interação entre as variáveis de *catering* e de propriedade, especialmente no nível de propriedade e da interação entre o primeiro e o segundo maior acionista, tendo em conta a existência uma colusão ou controvérsia entre eles.

Palavras-chave: *catering*, dividendos, pagamentos, estrutura de propriedade

Ownership structure and dividend catering incentives in eurozone countries

This paper is built upon the predictions of the catering theory of dividends and examines the interaction effect between catering incentives and corporate ownership structure in a behavioral context with investor's perceptions for dividends. We intend to evaluate how the ownership structure affects the disposition of companies in Eurozone countries to adjust their payouts to the investors' sentiments. To achieve this aim, we propose a dividend model that incorporates a variable at a firm-level proxying for the catering effect. The results from the estimation of the model by using the GMM reveal an interaction effect between catering and ownership variables, particularly the level of insider ownership and the interaction between the first and second largest shareholders, taking into account whether there is collusion or contestability between them.

Keywords: catering, dividends, payout, ownership structure

Estructura de la propiedad e incentivos de *catering* para el reparto de dividendos en los países de la zona euro

Este artículo está construido sobre las predicciones de la teoría de *catering* de dividendos y examina la interacción entre los incentivos para el *catering* y la estructura corporativa de propiedad, en un contexto conductual, con la percepción de los inversores respecto al reparto de dividendos. Tratamos de evaluar como la estructura de propiedad afecta la disposición de las empresas en los países de la zona euro para modificar los pagos según los sentimientos de los inversionistas. Para lograr esto, proponemos un modelo de dividendos que incorpora una variable *proxy* a nivel de firma para captar el efecto *catering*. Los resultados de la estimación del modelo usando el GMM revelan un efecto de interacción entre el *catering* y las variables de propiedad, particularmente en el nivel de participación de los accionistas y la interacción entre los dos principales accionistas, tomando en cuenta la alguna posible colusión o disputa entre ellos.

Palabras clave: reparto, dividendos, pago, estructura de propiedad

1. Introdução

Desde o início dos anos 1980 um grande número de artigos científicos têm apresentado explicações alternativas para desvendar o papel desempenhado pela estrutura de propriedade na determinação da política de distribuição de dividendos por parte das empresas (ver Baker, Stein & Wurgler, 2003; Bohren *et al.*, 2012; Arshad *et al.*, 2013).

Os dividendos revelam-se ao longo de décadas como um *puzzle* e desde Miller e Modigliani (1961) que muitos estudiosos tentaram dar explicações alternativas para os dividendos em mercados imperfeitos. Na verdade, a investigação teve algum sucesso em explicar os pagamentos de dividendos através de uma variedade de imperfeições de mercado, tais como problemas de agência (ver Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; La Porta *et al.*, 2000; Gugler, 2003; Pornsitt *et al.*, 2011), assimetrias de informação (ver, por exemplo, Miller & Rock, 1985; Baker, Stein & Wurgler, 2003) e impostos (ver Lasfer, 1996; Amihud & Murgia, 1997; Bell & Jenkinson, 2002; Rau & Vermaelen, 2002; Oswald & Young, 2004; Morck & Yeung, 2005).

O presente estudo, para explicar a política corporativa de definição dos dividendos a pagar, combina a teoria de agência com questões comportamentais —a Teoria de Catering dos Dividendos— e considera diferentes estruturas de propriedade nos países da zona euro.

É de salientar que diversos estudos prévios têm fornecido importantes contributos sobre como os conflitos

de agência afetam a política de pagamento das empresas (ver Fenn & Liang, 2001; Michaely & Roberts, 2012 para empresas nos EUA; La Porta *et al.*, 2000; Faccio, Lang & Young, 2001 para análises de *cross-country*). De acordo com as teorias de agência, quem controla a empresa está tentado a tomar decisões do seu próprio interesse (Pinkowitz, Stulz & Williamsom, 2006)¹. Quando as características de governo corporativo funcionam bem, os gestores estão mais propensos a agir no interesse dos acionistas e a maximizar o valor da empresa, ou seja, as decisões corporativas são feitas para aumentar a riqueza de *shareholder's*.

Em contrapartida, com um governo corporativo fraco, o acionista dominante tem maior capacidade para expropriar os demais, podendo obter substanciais benefícios privados de controle à custa dos acionistas minoritários (ver Nenova, 2003; Dyc & Zingales, 2004; Dahya, Dimitrov & McConell, 2008).

No que concerne à teoria de *catering* dos dividendos, proposta por Baker e Wurgler (2004), é uma teoria que assenta em componentes psicológicos/comportamentais. Baker e Wurgler demonstraram uma relação positiva entre as alterações na propensão a repartir dividendos e aquilo que denominaram de incentivos de *catering*, uma medida a nível de mercado dos sentimentos dos investidores².

Partindo desta nova visão dos dividendos, é proposta uma medida de *catering* construída a nível de empresa e com uma relação positiva com o rácio de *payout*³

¹ Para uma recente visão sobre o assunto em epígrafe, ver Liang *et al.* (2010).

² Para uma visão acerca do contágio e da influência dos sentimentos, como teoria comportamental, veja *Global, Local and Contagious Investor Sentiment*, por Baker *et al.* (2012). Também num recente artigo de Mark e Roberts (2014) pode-se verificar a importância da teoria comportamental na explicação das decisões financeiras.

³ Neves *et al.* (2006) demonstram esta relação positiva, concluindo que os sentimentos dos investidores determinam em parte as proporções na distribuição de dividendos nos países da zona euro depois de controlar os determinantes tradicionais dos dividendos. A evidência mostra a existência de um importante componente psicológico na decisão de repartir dividendos.

Este artigo centra a atenção nas características de propriedade, tanto nas questões de propriedade da gestão como de concentração acionária, com o objetivo de examinar o papel moderador destas características no efeito *catering* dos dividendos.

O argumento principal está relacionado com o fato de que, quando as empresas apresentam diferentes níveis de propriedade diretiva, assim como de concentração de propriedade e também a natureza dos problemas de agência é diferente, então haverá igualmente diferenças na relação entre dividendos e incentivos de *catering*.

Assim, partindo do amplamente aceito efeito da estrutura de propriedade sobre os dividendos⁴, e com os mesmos pontos de partida definidos por Neves *et al.* (2006) sobre a influência do efeito *catering* nos dividendos, propõe-se avaliar como a estrutura de propriedade nas empresas da zona euro afeta a disposição das empresas para ajustarem a sua taxa de distribuição de dividendos aos sentimentos dos seus investidores. O objetivo será, então, investigar empiricamente a possibilidade de que a preferência dos investidores pelos títulos pagadores seja moderada por características de propriedade. Apesar de não haver evidência empírica prévia, tanto quanto se sabe, sobre esta matéria, há argumentos fortes que permitem aferir que as preferências dos investidores pelas empresas pagadoras estão condicionadas pelas características de propriedade.

O resto do artigo encontra-se dividido da seguinte forma: na seção 2 descrevem-se as principais características de propriedade e o seu impacto no pagamento de dividendos para depois transpor aqueles argumentos

à teoria de *catering* e formular as hipóteses. Na seção 3 descreve-se a fonte dos dados utilizados e discute-se a estimação dos modelos. Na seção 4 expõem-se os resultados obtidos e, por fim, na seção 5, as conclusões.

2. Literatura prévia e hipóteses

Em primeiro lugar, serão resumidas as contribuições principais da investigação prévia, que explica o impacto da estrutura de propriedade nos dividendos para depois transpor esses argumentos a um contexto da teoria de *catering* que permitirão propor as hipóteses a contrastar.

2.1. Literatura prévia

Quanto à importância da propriedade diretiva nos dividendos:

Uma das bases deste estudo é a importância dos problemas de agência na estrutura de propriedade. De acordo com a teoria de agência, aqueles que controlam e/ou dirigem as empresas estão tentados a tomar decisões para os seus próprios interesses em detrimento de outros interessados.

Concretamente, a discussão acerca da estrutura de propriedade e a sua influência na política de dividendos tem-se centrado na importância da percentagem de participação dos designados *insiders* na propriedade e do grau de concentração acionária.

Um dos primeiros trabalhos a abordar a importância da estrutura de propriedade na decisão de dividendos foi o de Rozeff (1982), que comprovou uma relação negativa entre a repartição de dividendos e os níveis

⁴ Para uma recente revisão de literatura, Al-Najjar e Belghitar (2014) mostram empiricamente que as características de corporate governance afetam o pagamento de dividendos para as empresas do Reino Unido.

de propriedade diretiva⁵. Também Fenn e Liang (2001) mostram que empresas com mais baixos níveis de propriedade da gestão têm significativamente maiores *payouts*.

Porém, Miller e Rock (1985) encontram uma relação positiva, baseados na premissa de que os diretivos têm que pagar dividendos para manterem uma boa reputação no mercado.

Mais recentemente, outros autores mostraram uma relação não linear, o que significa que para baixos níveis de propriedade diretiva pode existir uma relação positiva, no entanto esta torna-se negativa para níveis mais elevados (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Zhou & Hua, 2008)⁶.

Quanto à importância do grau de concentração acionária nos dividendos:

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os grandes acionistas têm um duplo impacto nas empresas, pois, se por um lado têm o incentivo para monitorar ou supervisionar a direção, por outro têm poder para extrair rendimentos e gozar dos benefícios privados do controle.

Nesta linha de investigação, a literatura oferece duas hipóteses concorrentes: a Hipótese de Substituição e a Hipótese de Expropriação.

A Hipótese de Substituição está fundamentada no argumento de que as empresas necessitam aumentar os seus fundos externos para estabelecerem uma boa reputação no mercado, não expropriando os acionistas minoritários e distribuindo mais dividendos. Os benefícios da existência de grandes acionistas podem,

neste contexto, ser resumidos em termos de *monitoring effect*.

A Hipótese de Expropriação, por seu lado, prevê que os acionistas dominantes possam adotar uma política de retenção dos resultados para benefício próprio e desta maneira diminuem os dividendos.

Maury e Pajuste (2002) encontraram uma relação negativa entre *payout* e controle maioritário dos acionistas para a Finlândia. Também Gugler e Yurtoglu (2003) apresentam resultados interessantes relativamente à extração de rendimentos pelos acionistas dominantes, que se traduz em menores *payouts* para a Alemanha.

Pelos argumentos expostos, o controle da direção que garante uma propriedade concentrada poderia conduzir a um maior efeito *catering*, no entanto este efeito poderia diminuir quando o elevado grau de concentração permite aos grandes acionistas a expropriação dos minoritários.

É de salientar que, quando os problemas de agência fundamentais são de segunda ordem (entre acionistas maioritários e minoritários), o acionista dominante tem maior habilidade e poder para extrair rendimentos expropriando os demais acionistas, que é de fato o que se passa nos países da civil *law* e que compõem a quase totalidade da nossa amostra dos países da zona euro (com exceção da Irlanda). Por exemplo, Gugler e Yurtoglu (2003) mostram que os pagamentos de dividendos diminuem com o poder do maior acionista. Também Henrik e Fahlenbrach (2009) mostram que o poder dos grandes acionistas tem um amplo efeito nas decisões corporativas. Salienta-se que, num trabalho

⁵ Um trabalho recente de Hao Wang (2011) mostra como o poder dos diretores pode aumentar a sua riqueza pessoal.

⁶ Por exemplo, para um interessante estudo na relação entre propriedade diretiva, designada de propriedade dos *insiders*, concentração de propriedade e performance de investimentos, veja Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008). Um outro recente estudo de Pornsit e Chintrakarn (2009) mostra uma relação entre propriedade diretiva e dividendos mediante características de *corporate governance*.

recente, Adjaoud e Ben-Amir (2010) mostram uma relação positiva entre os direitos do acionistas e os dividendos, evidenciando um efeito *monitoring*, no entanto esta relação foi evidenciada para o Canadá, que é um país considerado de lei comum, diferente da amostra usada neste trabalho.

A literatura também destaca o papel do primeiro e segundo acionista baseado na possível relação de desacordo ou *collusion* entre eles, como Maury e Pajuste (2002, 2005). Com a existência de um novo grande acionista, o primeiro acionista não tem os mesmos incentivos para expropriar os minoritários utilizando os recursos da empresa em benefício próprio.

Pode-se assim concluir que, por um lado, uma maior percentagem de propriedade nas mãos dos gestores contribui para o alinhamento dos seus interesses com os dos demais proprietários, o que se poderia traduzir num maior efeito *catering*. No entanto, o *entrenchment* diretivo que é suscetível de aparecer a níveis elevados de propriedade faz esperar um menor reflexo dos sentimentos dos acionistas na repartição de dividendos⁷.

Relativamente à concentração acionista, o maior controle da direção que garante uma propriedade concentrada poderia conduzir a um maior efeito *catering*, já que há o incentivo para monitorar ou supervisionar a direção, isto é, maior poder para os maiores acionistas pode reduzir os problemas de agência de primeira ordem resolvendo o problema de *free rider* e, por conseguinte, seriam consumidos poucos recursos para projetos de investimento pouco rentáveis, o que significaria maiores incentivos de *catering* para os dividendos. Todavia, este efeito poderia diminuir quando o elevado grau de concentração permite aos grandes acionistas a expropriação dos minoritários, ou seja, quanto

maior seja a participação do primeiro acionista, menores serão os incentivos de *catering* para os dividendos, uma vez que os investidores preveem os comportamentos de expropriação naqueles grandes acionistas.

Quanto à relação entre o primeiro e o segundo acionista, a literatura assinala que, por um lado, sendo proprietário de uma percentagem significativa de capital, um segundo acionista tem o poder e os incentivos para supervisionar o maior acionista e, por conseguinte, a habilidade de desafiar as suas decisões; isto é, de estar em desacordo com o maior acionista. Por outro lado, o segundo acionista pode formar uma união com o primeiro acionista e pode partilhar com ele um possível benefício obtido de desvios do princípio de maximização de valor de uma empresa.

Para comprovar o papel moderador daquelas características de propriedade na relação *entre os dividendos e os sentimentos dos investidores*, propõem-se as hipóteses que constam a seguir.

2.2. Hipóteses

A. Propriedade Diretiva e *Payout*

Apesar da falta de evidência prévia acerca da incidência das características de propriedade sobre o efeito *catering* dos dividendos, há argumentos fortes que nos levam a esperar que a preferência do investidor por títulos pagadores possa ser diferente de acordo com as características de propriedade antes descritas. Assim, baseados nestas ideias basilares de que, por um lado, uma maior percentagem de propriedade nas mãos da gestão contribui para alinhar os seus interesses com os dos demais proprietários, o que se poderia traduzir num maior efeito *catering* dos dividendos.

⁷ A respeito do *managerial entrenchment* e valor dos dividendos, ver Lee (2011).

No entanto, o *entrenchment* diretivo, que é suscetível de aparecer a níveis elevados de propriedade, pode fazer esperar um menor reflexo dos sentimentos dos acionistas na distribuição de dividendos, traduzindo-se em menores *payouts*.

Transpondo estes argumentos ao contexto da teoria de *catering*, apresenta-se a nossa primeira hipótese.

Hipótese 1: *Quanto maior é a propriedade diretiva, menor é a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

B. Concentração de propriedade e *payout*

Em empresas com uma estrutura de propriedade concentrada, como são as empresas de *civil law* (e quase todas as dos países da zona euro), o conflito de interesses é entre grandes e pequenos acionistas.

Os grandes acionistas podem ser eficientes monitores, no entanto eles também podem pretender manter baixos níveis de dividendos para expropriar os acionistas minoritários em benefícios privados⁸.

De acordo com a literatura, quando o maior conflito de agência é entre os grandes acionistas e os minoritários, que é o caso da nossa amostra, a propriedade do primeiro acionista é favorável ao risco de expropriação, isto é, os acionistas dominantes desviam para benefícios privados os recursos da empresa, o que significa que preferem os baixos níveis de repartição de dividendos. Baseados nesta intuição, propomos a seguinte hipótese.

Hipóteses 2: *Quanto mais concentrada está a propriedade nas mãos do maior acionista, menor é a disposição para ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

C. Presença de um segundo acionista

C1. Existência de um segundo acionista e impacto nos dividendos

A literatura prevê uma relação positiva entre a existência de um segundo acionista nos dividendos. Por exemplo, de acordo com Gugler e Yurtoglu (2003), os acionistas controladores obtêm benefícios privados, retendo recursos das empresas e recusando satisfazer os demais acionistas que preferem os dividendos. Todavia, os seus resultados salientam a existência de uma considerável função de supervisão (*monitoring*) pelos outros acionistas que não seja o primeiro acionista. Isto é, estes autores mostram uma relação positiva entre a existência de um segundo acionista e os dividendos. A literatura sugere, portanto, que quando os investidores percebem a existência de outro acionista, este pode moderar o controle exercido pelo primeiro acionista e a procura por dividendos pode aumentar. Em acordo propomos a nossa terceira hipótese:

Hipóteses 3: *O efeito conjunto da propriedade dos dois maiores acionistas modifica a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

C2. Relação entre os dois primeiros acionistas e impacto nos dividendos

A literatura existente também dá conta que a presença de um segundo acionista pode ter um efeito duplo: Maury e Pajuste (2002, 2005) falam de dois efeitos distintos, *collusion* e *contestability*. Eles mostram que o valor de uma empresa é positivamente afetado pelo efeito de *contestability* e negativamente com a possibilidade de conspiração (*collusion*) entre eles. Assim, por um lado, detendo uma percentagem substancial de ações, um segundo acionista tem o poder e os

⁸ Por exemplo, Hu e Kumar (2004) encontraram evidência que suporta que o dividendo *payout* diminui significativamente na presença de grandes acionistas dominantes.

incentivos de supervisionar o maior acionista e, por conseguinte, a habilidade de desafiar o maior bloco, isto é, por *contestability*. Por outro lado, o segundo acionista pode formar uma união controlando com o primeiro acionista e pode partilhar os resultados desviados, neste caso, conspirando, a presença destes dois *blockholders*, pode aumentar a eficácia de extração de benefícios privados. Em acordo com este argumento propomos a nossa quarta hipótese:

Hipótese 4: O efeito conjunto da propriedade do maior acionista com a possibilidade de desacordo ou collusion com o segundo maior acionista modifica a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores

3. Procedimentos metodológicos

3.1. Dados e variáveis

Para contrastar as hipóteses propostas, foram utilizados dados de empresas pertencentes a 9 dos 12 países da zona euro, pois 3 tiveram que ser excluídos por diversos motivos de análise, nomeadamente o fato de os dividendos serem *mandatory* ou os mercados não terem um número de transações suficiente.

A informação foi extraída da base de dados *Worldscope*⁹ e dos principais Indicadores Económicos publicados pela OCDE. Para cada país foi construído um painel com aquelas empresas não financeiras com informação disponível para pelo menos seis anos consecutivos, entre 1990 e 2003.

O resultado apresenta-se como um painel não balanceado composto por 487 empresas e 4535 observações, como mostram a Tabela I e II.

Tabela I. Estrutura da amostra por país

País	Núm. de empresas	%	Núm. de observações	%
Alemanha	91	18.69	885	19.51
França	79	16.22	721	15.90
Bélgica	67	13.76	693	15.28
Espanha	62	12.73	603	13.30
Finlândia	60	12.32	528	11.64
Portugal	44	9.03	362	7.98
Irlanda	39	8.01	394	8.69
Áustria	31	6.37	241	5.31
Itália	14	2.87	108	2.38
Total	487	100.00	4,535	100.00

A tabela mostra os dados extraídos de empresas para as quais a informação está disponível, pelo menos, para cinco anos consecutivos, entre 1990 e 2003. Depois de retirar os dados do primeiro ano, usado apenas para a construção de uma série de variáveis, a amostra resultante compreende 91 empresas (885 observações) para a Alemanha, 79 empresas (721 observações) para a França, 67 empresas (693 observações) para a Bélgica, 62 empresas (603 observações) para a Espanha, 60 empresas (528 observações) para a Finlândia, 44 empresas (362 observações) para Portugal, 39 empresas (394 observações) para a Irlanda, 31 empresas (241 observações) para a Áustria e 14 empresas (108 observações) para a Itália.

Tabela II. Estrutura do painel

Núm. anual de observ. por empresa	Núm. de empresas	% de empresas	Núm. de observações	% de observações
13	96	19.71	1,248	27.52
12	50	10.27	600	13.23
11	40	8.21	440	9.70
10	39	8.01	390	8.60
9	53	10.88	477	10.52
8	59	12.11	472	10.41
7	50	10.27	350	7.72
6	58	11.91	348	7.67
5	42	8.62	210	4.63
Total	487	100.00	4,535	100.0

O painel não balanceado resultante compreende 487 empresas (4.535 observações).

⁹ A base de dados *Worldscope* oferece dados contabilísticos e financeiros fundamentais sobre as principais empresas públicas e privadas de todo o mundo, tratando-se de uma base de dados da Thomson Reuters.

Finalmente, a Tabela III oferece um resumo dos estatísticos descritivos (Média, Desvio Padrão, Mínimo e Máximo) das variáveis usadas nesta análise.

Tabela III. Resumo das principais estatísticas

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
FCF _{it}	.04878	.11942	-1.6551	1.2737
D _{it}	.10835	.12269	.0000	.83362
NI _{it}	.02696	.06346	-.78456	.65152
TANG _{it}	.43242	.18674	.00006	.98799
SI _{it}	12.6767	1.6982	7.7376	18.4956
CAT _{it}	.0000	.64772	-2.9818	8.0215

A tabela fornece estatísticas de resumo (média, desvio padrão, mínimo e máximo) das variáveis utilizadas na construção das variáveis explicativas. D_{it} representa o rácio da dívida, FCF_{it} é o fluxo de caixa livre, NI_{it} denota o lucro líquido, TANG_{it} denota ativos fixos tangíveis, SI_{it} é o tamanho, e CAT_{it} denota a variável *catering*, construída de acordo com o segundo capítulo.

3.2 Modelos

Usando a variável dependente e as variáveis explicativas, assim como a variável de *catering*, obtida como se explica em Neves et al., (2006), apresentamos os nossos modelos:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda DV_{it}) + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Neste modelo é investigada a interação entre o efeito *catering* e o nível de propriedade diretiva para avaliar o papel moderador desta variável no efeito *catering* dos dividendos. No primeiro modelo DV_{it} toma valor 1 se o nível de propriedade diretiva é superior à mediana e 0 nos outros casos.

Para avaliar se a concentração de propriedade nas mãos do primeiro acionista modera o mesmo efeito *catering*, propõe-se o seguinte modelo:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda DV_{it}) + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

Onde DV_{it} é uma *dummy* construída de acordo com os níveis de propriedade do primeiro acionista e que toma valor 1 se o nível de propriedade do primeiro acionista é superior à média da amostra e 0 nos demais casos.

Para testar a interação entre o primeiro e segundo acionista com os incentivos de *catering*, propõe-se:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda_6 DV_{it} + \alpha_6 SV_{it}) + \varepsilon_{it}, \dots \quad (3)$$

Onde DV_{it} é a mesma *dummy* e SV_{it} é uma *dummy* construída de acordo com a existência (em número de títulos) de um segundo acionista. Neste caso, DV_{it} toma valor 1 se o nível de propriedade do primeiro acionista é superior à média da amostra e 0 nos demais casos. SV_{it} toma valor 1 se o segundo acionista tem títulos e 0 se não existe.

Finalmente, foi investigado se o efeito conjunto do primeiro e segundo acionista, atendendo se há *collusion* ou *contestability* entre eles, moderam o efeito *catering*:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda_6 DV_{it} + \alpha_6 SV_{it}) + \varepsilon_{it}, \quad (4)$$

Neste caso, a nova variável *dummy*, CV_{it}, toma valor 1 se há *contestability* e 0 se existe *collusion* (variável construída de acordo Maury & Pajuste, 2002).

3.3. Metodologia

Todos os modelos são estimados utilizando a metodologia de dados de painel, pois com ela é possível resolver dois problemas fundamentais. Por um lado permite eliminar a heterogeneidade inobservável que, pela natureza dos problemas abordados, pode alterar os resultados, e por outro também permite controlar o problema da endogeneidade, que surge pela relação

de casualidade que, com o *payout*, têm as variáveis explicativas do estudo aqui analisado. Dado que a solução do problema de endogeneidade passa pela estimação com um método de variáveis instrumentais, então usa-se, neste trabalho, o *Generalized Method of Moments* (GMM) na medida em que este supera todos os outros métodos de variáveis instrumentais. Em concreto, foi utilizado o estimador desenvolvido em 1991, por Arellano e Bond.

4. Resultados

Na coluna I da tabela IV apresentam-se os resultados do modelo que inclui a interação da variável de *catering* com a propriedade diretiva (*managerial ownership*).

Como mostra a tabela para empresas com baixos níveis de propriedade diretiva, há um efeito positivo dos sentimentos dos investidores relativamente á distribuição de dividendos. Todavia, o efeito é negativo quando a propriedade diretiva é elevada. Esta evidência sugere que os dividendos são mais importantes para os investidores quando os diretivos não têm grande capacidade para expropriar resultados das empresas em seu próprio benefício.

Estes resultados corroboram os argumentos de Rozeff (1982) ou Mohd, Perry e Rimbey (1995), que vêm demonstrar que são em empresas com maiores níveis de propriedade diretiva que a distribuição de dividendos é menor.

O nosso resultado está de acordo com o efeito de *entrenchment*, que afirma que o diretivo com um número substancial de títulos pode determinar as políticas que melhor se ajustam aos seus próprios benefícios, resultando em menores *payouts* (Jensen, Solberg & Zorn, 1992, entre outros).

Tabela IV. Resultados sobre o papel moderador de algumas características de propriedade: (Propriedade da Gestão e Concentração de propriedade nas mãos do maior acionista)

	I	II
Constante	-.0263* (.00074)	-.02969* (.00064)
FCF _{it}	.00537* (.00023)	.00863* (.00022)
D _{it}	.01097* (.00032)	.01608* (.00038)
NI _{it}	.14767* (.00040)	.02017* (.00047)
TANG _{it}	.00665* (.00023)	.01142* (.00027)
S _{it}	.00178* (.00006)	.00186* (.00044)
CAT _{it}	.00121* (.00005)	.00914* (.00014)
CAT _{it} DV _{it}	-.00380* (.00012)	-.01099* (.00018)
t	-30.57	-25.97
z ₁	323.89 (7)	684.53 (7)
z ₂	10735.26 (11)	23577.50 (11)
z ₃	90.10 (6)	130.37 (6)
m ₁	0.08	-0.03
m ₂	-1.24	-1.03
Hansen	347.25 (392)	391.75 (392)

A regressão usa o painel de dados descrito na Tabela II. DV_{it} é uma variável *dummy* que toma os seguintes valores: a) 1 se a concentração de propriedade nas mãos dos *insiders* é maior que a média e 0 nos demais casos, na coluna I. I; b) 1 se a concentração de propriedade nas mãos do maior acionista é maior que a média e 0 nos demais casos na coluna II.

O resto das informações necessárias para ler este quadro é a seguinte: i) Heteroscedasticidade erro padrão assintótico consistente entre parênteses; ii) *, ** e *** indicam significância a 1%, 5%, e 10%, respectivamente; iii) t é a estatística t de teste de restrição linear sob a hipótese nula de não significância; iv) z₁, z₂ e z₃ são testes de Wald da significância conjunta dos coeficientes relacionados, *dummies* de tempo, e de países, respetivamente, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula ou de nenhuma significância, com graus de liberdade entre parênteses; v) m_i é um teste de correlação serial de ordem i usando resíduos em primeiras diferenças, assintoticamente distribuída como N (0,1), sob a hipótese nula de não correlação serial; vi) Hansen é um teste das restrições de sobre-identificação, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula de não correlação entre os instrumentos e o termo de erro, graus de liberdade entre parênteses.

A interação do efeito *catering* com a variável de propriedade do primeiro acionista é testada no modelo da coluna II da mesma tabela IV. Como se verifica, o efeito *catering* é positivo para empresas com baixos níveis de participação acionista do primeiro acionista (g₆=0.00914), todavia o efeito torna-se negativo para empresas em que o primeiro acionista tem um número

elevado de títulos. O nosso resultado comprova a segunda hipótese, uma vez que as empresas controladas pelo primeiro grande acionista atendem em menor grau aos sentimentos dos investidores. Correia da Silva e Renneboog (2005) encontraram evidência que suporta que, quando os grandes acionistas exercem o seu poder de controle, não há necessidade de pagar dividendos. Para uma amostra de empresas italianas que integram a zona euro também, Mancinelli e Ozkan (2006) mostraram uma relação negativa entre o dividendo *payout*, a variável dependente do presente trabalho e o poder do maior acionista. Harada e Nguyen (2011) encontraram uma importante relação negativa entre concentração de propriedade e dividendo *payout* para as empresas japonesas.

A evidência dos resultados deste trabalho sugere que o acionista dominante tem poder para desviar recursos da empresa para o seu próprio benefício e isto traduz-se em menores incentivos por dividendos por parte dos investidores que percebem o poder deste acionista controlador.

Para além disso, também foi testado o efeito conjunto do primeiro e segundo acionista com os incentivos de *catering*. Para testar o efeito conjunto dos dois grandes acionistas com os incentivos de *catering*, apresenta-se o modelo que aparece na coluna I da tabela V.

Na coluna I da tabela V é possível ver que para baixos níveis de propriedade em mãos do primeiro acionista e onde não existe segundo acionista, o efeito *catering* é positivo ($g_i = 0.00943$). Isto intuitivamente sugere que, quando não há segundo acionista, mas onde o primeiro não tem poder para controlar, os diretivos estão mais encorajados para atenderem mais às preferências dos seus investidores por dividendos (note-se que os resultados são consistentes com os que se haviam mostrado para a hipótese 2).

Tabela V. Resultados sobre o papel moderador de algumas características de propriedade: Concentração de propriedade nas mãos do maior acionista e existência de contestação pelo segundo grande acionista

	I	II
Constante	-.02746* (.00056)	-.01734* (.00050)
FCF _{it}	.00885* (.00020)	.01194* (.00030)
D _{it}	.01885* (.00037)	.01713* (.00038)
NI _{it}	.02068* (.00040)	.01708* (.00040)
TANG _{it}	.00779* (.00030)	.00777* (.00029)
S _{it}	.00183* (.00004)	.00106* (.00004)
CAT _{it}	.00943* (.00012)	.00967* (.00019)
CAT _{it} DV _{it}	-.01273* (.00018)	-.01224* (.00023)
CAT _{it} SV _{it}	.02975* (.00121)	
CAT _{it} CV _{it}		.35055* (.01776)
t1	-36.32	-30.73
t ₂	31.32	20.21
z ₁	840.57 (8)	420.21 (8)
z ₂	16212.29 (11)	15061.86 (11)
z ₃	131.29 (6)	150.63 (6)
m ₁	-0.08	-0.12
m ₂	-0.96	-0.87
Hansen	397.00 (391)	382.10 (391)

A regressão usa o painel de dados descrito na Tabela II. DV_{it} é uma variável *dummy* que toma os seguintes valores: a) 1 se a concentração de propriedade nas mãos do maior acionista é maior que a média e 0 nos demais casos; I; b) SV_{it} é uma variável *dummy* que toma valor 1 se o Segundo acionista existe e 0 se não existe na coluna I; c) CV_{it} é uma variável *dummy* que toma valor 1 se há contestação entre o primeiro e o segundo grande acionista e 0 se entre eles se verifica um conluio na coluna II.

O resto das informações necessárias para ler este quadro é a seguinte: i) Heteroscedasticidade erro padrão assintótico consistente entre parênteses. ii) *, ** e *** indicam significância a 1%, 5%, e 10%, respetivamente, respetivamente; iii) t é a estatística t de teste de restrição linear sob a hipótese nula de não significância; iv) z₁, z₂ e z₃ são testes de Wald da significância conjunta dos coeficientes relacionados, dummies de tempo, e de países, respetivamente, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula ou de nenhuma significância, com graus de liberdade entre parênteses; v) m_i é um teste de correlação serial de ordem i usando resíduos em primeiras diferenças, assintoticamente distribuída como N(0,1), sob a hipótese nula de não correlação serial; vi) Hansen é um teste das restrições de sobre-identificação, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula de não correlação entre os instrumentos e o termo de erro, graus de liberdade entre parênteses

O efeito *catering* é positivo e mais significativo em empresas onde o maior acionista tem uma participação significativa, mas há também um segundo grande acionista. Este resultado confirma que o segundo acionista tem incentivos para monitorar o acionista dominante e que isto se possa traduzir em maiores distribuições de dividendos. Como argumentam Gugler e Yurtoglu, o poder do segundo acionista pode contribuir para maiores *payouts*. Nota-se que o efeito *catering* é, todavia, mais pertinente quando o nível de propriedade do primeiro é baixa e existe um segundo acionista na empresa, corroborando a evidência prévia e dando conta que sempre que há a possibilidade do segundo existir há uma maior segurança para os dividendos.

A coluna II da tabela V, modelo 4, mostra que o efeito *catering* se torna negativo quando o maior acionista tem poder para controlar as decisões da empresa e adicionalmente existe uma conivência (*collusion* ou conspiração) de interesses com o segundo acionista. A presença destes dois fortes acionistas pode aumentar a eficiência para extrair benefícios privados e desta forma os incentivos de *catering* podem perder prioridade naquelas empresas. Então, pode-se daqui concluir que em empresas onde o acionista tem poder de contestar e quando o primeiro não tem poder de controlar sozinho as decisões da empresa, os diretivos estão mais encorajados para atenderem aos sentimentos dos seus investidores e respectiva procura por dividendos.

5. Conclusões

Este estudo baseia-se nos pressupostos da teoria de *catering* de dividendos e contribui para a literatura empírica dando a conhecer as implicações dos incentivos de *catering* na política de dividendos, examinando o papel desempenhado por certas variáveis

de propriedade, utilizando uma amostra com as empresas cotadas em países da zona euro. Na verdade, esta pesquisa faz uma verificação adicional para ver quais as variáveis de propriedade que moderam o pagamento de dividendos, atendendo aos sentimentos dos seus investidores. Os resultados confirmam que a maneira como os investidores avaliam os pagamentos de dividendos e os incentivos das empresas para satisfazerem esses desejos depende do nível de propriedade da gestão, da concentração de propriedade por parte do maior acionista, da presença de um segundo acionista e, finalmente, com a possibilidade de contestabilidade ou conluio entre o maior acionistas e o segunda maior acionista.

Ressaltar que este trabalho proporciona nova evidência empírica do efeito moderador das características de propriedade no efeito *catering* dos dividendos. Usando o modelo GMM com dados de painel, os resultados mostram que para os países da zona euro, de *civil law* à exceção da Irlanda, a estrutura de propriedade diretiva e a maior concentração de propriedade nas mãos dos maiores acionistas influencia a forma como os investidores sentem o pagamento de dividendos por parte das empresas. No que diz respeito às características de propriedade que moderam o efeito *catering*, a evidência empírica sugere que os sentimentos dos investidores perante a distribuição de dividendos, e os incentivos das empresas para satisfazerem esses desejos, estão condicionados por baixos níveis de propriedade diretiva e baixos níveis de propriedade do primeiro grande acionista. Mais se comprova empiricamente que, quando o maior acionista tem o poder para controlar a empresa, e não existe um segundo acionista com poder para o contestar, o efeito *catering* dos dividendos torna-se negativo. Estes resultados salientam que o esperado efeito *catering* se manifesta mais claramente quando existe um segundo grande acionista

na empresa. Concretamente, quando este segundo acionista não conspira com o primeiro, mas antes se posiciona em desacordo com ele, observa-se um efeito *catering* significativamente mais forte.

A principal limitação deste trabalho está relacionada com a medida de *catering* usada para capturar os sentimentos dos investidores por dividendos, trata-se de uma variável desenhada em nível de empresa e que poderá ser substituída em trabalhos futuros de acordo com os autores precursores desta teoria; Baker e Wurgler, contemplando também um conjunto mais alargado de países e separados pela sua origem legal: *common versus civil law* e diferença de fatores institucionais e para anos mais recentes que contemplem os ciclos econômicos.

Referências bibliográficas

- Adjaoud, F. & W. Ben-Amir (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders protection or expropriation? *Journal of Business, Finance & Accounting*, 37, 648-667. doi: 10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x
- Al-Najjar, Basil & Yacine Belghitar (2014). Do corporate governance mechanisms affect cash dividends? An empirical investigation of UK firms, *International Review of Applied Economics*. Published online: 18 Feb 2014. doi:10.1080/02692171.2014.884546
- Amihud, Yakov & Maurizio Murgia (1997). Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany, *Journal of Finance*, 52, 397-408.
- Arellano, Manuel & Stephen Bond (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arshad, Zeeshan *et al.* (2013). Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(3), 378-401.
- Baker, Malcolm & Jeffrey Wurgler (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
- Baker, Malcolm, Jeremy Stein & Jeffrey Wurgler (2003). When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969-1006.
- Baker, Malcolm, J. Wurgler & Yu Yuan (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 104 (2), 272-287.
- Bell, Leonie & Tim Jenkinson (2002). New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor. *Journal of Finance*, 57, 1321-1346.
- Bohren, O., M.G. Sorensen & P.E. Steen. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking and Finance*, 36, 2852-2864.
- Correia da Silva, L. & Goergen M. Renneboog (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 375-399.
- Dahya, Jay, Orlin Dimitrov & John McConnell (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
- Dyck, Alexander & Luigi Zingales (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Easterbrook, Frank (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74, 650-660.
- Faccio, Mara, Larry Lang & Leslie Young (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91, 54-78.
- Farinha, Jorge (2003). Dividend Policy, Corporate Governance And The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 30, 1173-1209.
- Fenn, George W. & Nellie Liang (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.

- Gugler, Klaus (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Gugler, Klaus & Burcin Yurtoglu (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47, 731-758.
- Gugler, Klaus, Dennis Mueller & Burcin Yurtoglu (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14, 688-705.
- Hao, Wang (2011). Managerial entrenchment, equity payout and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 35(1), 36-50. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.07.018
- Harada, K. & P. Nguyen (2011). Ownership conception and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37, 362-419. doi: 10.1108/03074351111115313
- Henrik, Cronqvist & Rüdiger Fahlenbrach (2009). Large Shareholders and Corporate Policies, *The Review of Financial Studies*, 22(10), 3941-3976. doi: 10.1093/rfs/hhn093
- Hu, A. & P. Kumar (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 759-790. doi: 10.1017/S0022109000003203
- Jensen, Gerard R., Donald Solberg & Thomas S. Zorn (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jensen, Michael (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- La Porta, Rafael *et al.* (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lasfer, Ameziane (1996). Taxes and Dividends: The UK Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 20, 455-472.
- Lee, W-J (2011). Managerial entrenchment and the value of dividends. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(2), 297-322. doi 10.1007/s11156-010-0179-y
- Liang, Shao, Chuck CY Kwok & Omrane Guedhami (2010). National Culture and Dividend Policy. *Journal of International Business Studies*, 41, 1391-1414. doi:10.1057/jibs.2009.74
- Mancinelli, L. & A. Ozkan (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12, 265-282. doi: 10.1080/13518470500249365
- Mark, T. Leary & Michael R. Roberts (2014). Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? *The Journal of Finance*, 69(1), 139-178.
- Maury, Benjamin & Anete Pajuste (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15-45.
- Maury, Benjamin & Anete Pajuste (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813-1834.
- Michaely, Roni & Michael R. Roberts (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons From Private Firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746. doi: 10.1093/rfs/hhr108
- Miller, Merton & Franco Modigliani (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, Merton & Kevin Rock (1985) Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Moh'd, Mahmoud, Larry Perry & James Rimbey (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship be-

- tween Agency Theory and Dividend Policy. *Financial Review* 30, 367-385.
- Morck, Randall & Bernard Yeung (2005). Dividend taxation and corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 19, 163-180.
- Nenova, Tatiana (2003) The value of corporate voting rights and control: a cross country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Neves, Elisabete *et al.* (2006). Dividends: new evidence on catering theory, Working Paper 14/06 (Salamanca University).
- Oswald, Dennis & Steven Young (2004). What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Buyback Activity in the UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31, 257-292.
- Pinkowitz, Lee, René Stulz & Rohan Williamson (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61, 2725-2751.
- Pornsit, Jiraporn (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Pornsit, Jiraporn & P. Chintrakarn (2009). Staggered boards, managerial entrenchment and dividend policy. *Journal of Financial Services Research* 36, 1-19. doi: 10.1007/s10693-009-0059-6
- Rau, Raghavendra & Theo Vermaelen (2002). Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom. *Journal of Business* 75, 245-282.
- Rozeff, Michael (1982) Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- Schooley, Diane & Dwayne Barney (1994). Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research*, 17, 363-373.
- Shleifer, Andrei & Robert Vishny (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Zhou, Xianming & Yifan Hua (2008). The performance effect of managerial ownership: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2099-2110.

Fecha de recepción: 27 de octubre de 2013

Fecha de aceptación: 5 de mayo de 2014

Correspondencia: acgdias@gmail.com

mneves@iscac.pt

Alex Medina Giacomozzi y Pedro Severino González

Departamento de Gestión Empresarial
Universidad del Bío-Bío

Hay una amplia información sobre la responsabilidad social empresarial y cómo esta se debe aplicar en las diferentes organizaciones, da lugar a modelos, áreas de aplicación, grupos de interés y niveles de cumplimiento, pero no así con la creación de capital social. La relación que existe entre ambas es estrechísima. Dicho recurso es un bien intangible, que se puede crear de acuerdo con las diferentes relaciones que posea la organización con los grupos de interés, en lo referente a la dimensión económica, legal, ética y discrecional. La generación de capital social es el resultado de un trabajo arduo y continuo en las cuatro dimensiones, que no deja de lado ninguna de ellas. En consonancia con ello, este artículo describe la articulación que debe darse entre la estrategia, la creación de valor para cada uno de los grupos de interés o *stakeholders* y la capacidad para producir capital social como elemento central de la responsabilidad social empresarial.

Palabras clave: responsabilidad social, capital social, grupos de interés, *stakeholders*, estrategia

Corporate Responsibility: Generation of Corporate Social Capital

There is ample information on corporate social responsibility and how it should be applied in different organizations, leading to models, application areas, stakeholders and compliance levels, but not with the creation of social capital. The relationship between them is very narrow. This resource is an intangible asset that can be created according to the different relationships such organization with stakeholders in relation to the economic, legal, ethical and discretionary dimension. The generation of social capital is the result of hard and continuous work in four dimensions, which does not neglect any of them. In line with this article describes the joint should be between strategy, creating value for each of stakeholders and the ability to produce social capital as a central element of corporate social responsibility.

Keywords: *corporate social responsibility, social capital, stakeholders, strategy*

A responsabilidade social empresarial: geração do capital social nas empresas

Existe muita informação sobre a responsabilidade social empresarial e ao respeito de como ela deve ser aplicada nas diferentes organizações, os modelos a serem implantados, o seu escopo, as partes interessadas e os níveis de conformidade, mas não existe informação sobre a criação do capital social. A relação entre a RSC e o capital social é muito estreita. Este recurso é um ativo intangível que pode ser criado segundo as diferentes relações estabelecidas entre as organizações e as partes interessadas com relação às dimensões econômica, legal, ética e discricionária. A geração de capital social é o resultado de um trabalho árduo e contínuo nessas quatro dimensões, sem deixar de fora nenhuma delas. Neste sentido, este artigo descreve a articulação que deve existir entre a estratégia, a criação de valor para cada uma das partes interessadas ou *stakeholders*, e a capacidade de produzir capital social como um item central da responsabilidade social empresarial.

Palavras-chave: responsabilidade social, capital social, partes interessadas ou stakeholders, estratégia

1. Responsabilidad empresarial

Según Fernández, «La responsabilidad social se entiende como el compromiso que tienen todos los ciudadanos, las instituciones, públicas y privadas, y las organizaciones sociales, en general, para contribuir al aumento del bienestar de la sociedad local o global» (2009, p. 19). Se afirma que esta ocurre cuando un individuo, independientemente de quien sea, en el lugar que se encuentre y la relación que pueda tener con una organización, es socialmente responsable consigo mismo y con los demás (Duque, Cardona & Rendón, 2013), cuando procede bajo los valores de respeto, convivencia y tolerancia (Cortina, 2000). Además, es un individuo participativo, y sobre todo cumple con sus derechos y obligaciones. Al llevar estos mismos valores, principios y normas a una corporación, empresa o universidad nacen los conceptos de responsabilidad social corporativa (en adelante, RSC), responsabilidad social empresarial (RSE) y responsabilidad social universitaria (RSU).

Para el Foro de Expertos en RSE (2007), se entiende la «sostenibilidad basándose en un proceso estratégico e integrador en el que se vean identificados los diferentes agentes de la sociedad afectados por las actividades de la empresa. Para su desarrollo deben establecerse los cauces necesarios para llegar a identificar fielmente a los diferentes grupos de interés y sus necesidades, desde una perspectiva global y se deben introducir criterios de responsabilidad en la gestión que afecten a toda la organización y a toda su cadena de valor».

Para la International Organization for Standardization (ISO), la RSE refiere a «las acciones de una organización para responsabilizarse del impacto de sus actividades sobre la sociedad y el medioambiente, donde estas acciones: Son consistentes con los intereses de la sociedad y el desarrollo sostenible; están

basadas en el comportamiento ético, cumplimiento con las leyes e instrumentos intergubernamentales aplicables; y están integradas en las actividades en curso de la organización» (2010). La responsabilidad social parte de dar cumplimiento a las responsabilidades legales, éticas y discrecionales, lo cual crea valor para los *stakeholders* (Aguilera & Puerto, 2012). En ese marco, se considera que la responsabilidad, de ser sostenible en el tiempo (dimensión económica), es la justificación que posee la empresa por el solo hecho de existir.

Naturalmente, la RE tiene distintas miradas, para Moneva y Lizcano (2004), desde un punto de vista de la estrategia, se centra en el nivel corporativo, mientras la Comisión de las Comunidades Europeas (CCE) (2001) plantea que la responsabilidad social debe ser parte de la institucionalidad. Los dos autores concuerdan en que la responsabilidad implementada en las organizaciones se refiere a un compromiso de carácter voluntario que adquieren las empresas en relación con sus interlocutores, y cuya finalidad es buscar la sustentabilidad del medioambiente y el desarrollo de la sociedad.

Los escritos de Acción RSE (2011) la define como «una visión de negocios, necesaria para la sustentabilidad y competitividad de las empresas, que integra armónicamente el desarrollo económico con el respeto por los valores éticos, las personas, la comunidad y el medio ambiente, en toda la cadena de valor». A partir de ello, se observa que dicha institución expone con claridad que la responsabilidad de la empresa va más allá del resultado económico y, por ende, la estrategia institucional se relaciona con el papel de la compañía en la comunidad. Ello implica no solamente cumplir con la responsabilidad económica, sino también con la responsabilidad legal, ética y discrecional.

Para el Instituto Ethos (2005), «La responsabilidad social es la forma de conducir los negocios de una empresa de tal modo que esta se convierta en corresponsable por el desenvolvimiento social. Una empresa socialmente responsable es aquella que posee la capacidad de escuchar los intereses de las diferentes partes (accionistas, empleados, prestadores de servicios, proveedores, consumidores, comunidad, gobierno y medio ambiente) e incorporarlos en el planeamiento de sus actividades, buscando atender las demandas de todos ellos, no únicamente de los accionistas o propietarios». Para esta institución brasileña, los diferentes negocios que pueda desarrollar una compañía deben estar bajo el alero de los requerimientos y necesidades de los *stakeholders*. Cabe anotar que se otorga el mismo nivel de significancia a las opiniones de cada uno de ellos.

A medida que se cumpla con cabalidad cada una de las responsabilidades, se estará contribuyendo a la generación de capital social. Si bien es cierto que las cuatro diferentes dimensiones se cumplen de manera simultánea, cabe mencionar que, a medida que es capaz de definir sus grupos de interés o *stakeholders* y sus compromisos con cada uno de ellos, una organización podrá escalar pasando de la responsabilidad económica a la responsabilidad discrecional. Por ello, el capital social bajo el prisma de la responsabilidad empresarial se concibe como un recurso intangible, que surge de un encadenamiento de compromisos frente a sus *stakeholders*. En ese sentido, si una empresa contribuye a la RE, podrá crear capital social en sus diferentes áreas, de modo que estará respondiendo de forma apropiada a su estrategia institucional.

De acuerdo con lo planteado, la responsabilidad social por parte de las empresas fluye de la estrategia institucional que declara una organización. Ello debe ser entendido como un compromiso que las

organizaciones adquieren con los diferentes agentes económicos de manera voluntaria, en búsqueda del desarrollo social y medioambiental, relacionado con la dimensión económica, legal, ética y filantrópica.

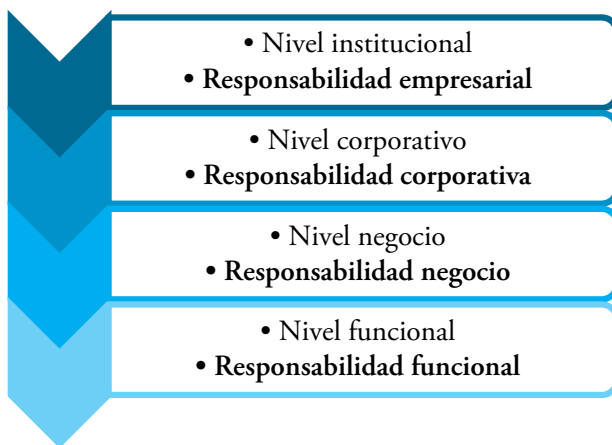
Ahora, la aplicación de la responsabilidad social en las empresas permite desarrollar el concepto de responsabilidad empresarial. En este marco y desde el punto de vista de la estrategia (Cabanelas, 1997), se atestigua que toda empresa posee los siguientes cuatro niveles de desarrollo:

- Responsabilidad institucional Esta estrategia atiende a una empresa en su contexto más amplio, lo cual determina el rol que posee la organización frente a su entorno legal, político y social. En este esquema, se puede considerar o no a los grupos de interés. Cabe anotar que este nivel de la estrategia se percibe como la cuna de responsabilidad social. Los demás niveles apuntan a la implementación de la misma.
- Responsabilidad corporativa. Refleja los principales intereses que posee la empresa en relación con el crecimiento, desarrollo y administración de las diferentes líneas de negocio. En ese marco, la empresa es entendida como un ente generador de dinero, que permiten responder adecuadamente a los requerimientos y las necesidades de los *stakeholders*.
- Responsabilidad de negocio. La competitividad de la empresa viene dada por la capacidad que posea la empresa para generar, desarrollar o mantener una ventaja competitiva. Ello fluye de los procedimientos, tecnología y conocimiento, que la unidad realiza para desarrollar el negocio.
- Responsabilidad funcional. Es el nivel en el que se desarrollan el conjunto de actividades que da vida a la organización. Por ello, en esta área, se concreta

todo lo planeado en los niveles más altos en la empresa. Comprende áreas como logística, operaciones, comercialización y servicios de postventa.

A partir de esta jerarquización de estrategia, según los niveles de la organización (gráfico 1) y las responsabilidades que esto conlleva, es posible que la empresa, en la medida que responde apropiadamente a estas responsabilidades, cree capital social. Este capital social es un recurso intangible que se puede crear o eliminar de acuerdo con las relaciones que las empresas mantienen con cada uno de sus *stakeholders*. Se trata de un recurso intangible, porque es un incorpóreo, no se puede palpar, debido a que no posee un cuerpo físico. La generación o destrucción del capital social es producto de la apreciación subjetiva de las personas que se vinculan con una organización. La importancia que toman los grupos de interés responde a la concepción sobre el término «empresa», lo cual pasa de un mero instrumento para la generación de rentabilidad a una organización compuesta por personas que interactúan entre ellas, en donde fluyen los sueños, anhelos y requerimientos de cada individuo.

Gráfico 1. Jerarquización de la responsabilidad



Fuente: Elaboración propia, basada en Cabanelas (1997) y Wheelen, Hunger y Oliva (2007).

Ahora, al tener clara la relación que existe entre la responsabilidad social y los diferentes niveles de la estrategia, es preciso hacer referencia a la relación entre la responsabilidad empresarial y el capital social. Debido a ello, se comienza con los diversos conceptos de *capital social*. Aquí, nuevamente Aguilera y Puerto (2012), Peña y Serra (2012) y Carroll (1991) se refieren a la responsabilidad social de las corporaciones, lo que implica que se cumplan simultáneamente las responsabilidades económicas, legales, éticas y filantrópicas de las empresas, y se cree capital social. En términos más pragmáticos y administrativos, la empresa debe esforzarse para obtener ganancias, obedecer la ley, ser ético y ser un buen ciudadano corporativo.

Ahora bien, si nos referimos al capital social, podemos señalar que existen autores, tales como Coleman (2011), Chang (1997), Figueroa (2007), Newton (1997), Putnam (1993; citado en Ríos-Figueroa & Ríos, 1999) y Von Schnurbein (2014), que aluden al capital social de diferentes áreas del conocimiento. No obstante, solamente Peña y Serra (2012) establecen una relación entre las diversas responsabilidades que tienen las empresas y cómo estas respuestas a los *stakeholders* pueden permitir la generación de capital social. A continuación, profundizaremos en ello.

Según Putnam (1993), el capital social refiere «a determinadas características de la organización social, como la confianza, las normas y las redes que pueden mejorar la eficiencia de la sociedad mediante el impulso de acciones coordinadas» (citado en Ríos-Figueroa & Ríos, 1999). Ello se relaciona directamente con la lógica de juegos, en la que el triunfador es el que tiene relaciones maduras y estratégicas con otros grupos de personas. De esta manera, logra que se trabaje en conjunto para aumentar el capital social de una nación (Kawachi y otros, 1997).

Por su parte, Coleman (2011) entiende el capital social como parte la productividad de una nación, lo que permite el enriquecimiento de un país. En esa línea, coloca como ejemplo la confianza, en la medida que esta —en un grupo de personas— logra un nivel de productividad que está por encima de la productividad de los miembros individualmente considerados. De esa manera, el autor alude a la división del trabajo y el valor en cada uno de los eslabones de la cadena productiva. Además, se puede señalar que existen tres puntos que florecen con el planteamiento de capital social de Coleman (2011), que son las interacciones que generan un vínculo, la interdependencia y el grado de dependencia entre ellos. A ello se debe sumar la coordinación y cooperación.

Para Bourdieu (1980), el capital social es un «conjunto de los recursos reales o potenciales que se vinculan con la posesión de una red duradera de relaciones más o menos institucionalizadas de interconocimiento y de interreconocimiento; o, en otros términos, con la pertenencia a un grupo, como conjunto de agentes que no están solamente dotados de propiedades comunes (susceptibles de ser percibidas por el observador, por los otros o por ellos mismos), sino que están también unidos por lazos permanentes y útiles» (citado en Figueroa, 2007). Con ello, resalta el hecho de que las relaciones basadas en la confianza y de larga duración permiten un desarrollo del capital social, lo cual hace posible lograr una interrelación de conocimientos que conduzcan al crecimiento y desarrollo de una comunidad.

Ahora bien, para que exista creación de capital social, se deben considerar las cuatro dimensiones planteadas por Carroll (1991), Aguilera y Puerto (2012) y Peña y Serra (2012): dimensión económica (se debe cumplir), dimensión legal (se tienen que cumplir), dimensión ética (se deberían cumplir) y dimensión filantrópica (se podrían cumplir).

- Dimensión económica. Esta abarca la producción de bienes y servicios valorados por la sociedad. Esto se logra mediante el diseño de productos que respondan a las necesidades del mercado, y la capacidad que tienen las empresas para transmitir dicho valor, con el fin de que puedan solventar sus compromisos de medianos y/o corto plazo. En este marco, entra a colación el accionista, puesto que es el principal *stakeholder* que desea que la empresa genere valor, en la medida que recibe de ella las retribuciones que le corresponden por colocar parte de su patrimonio a merced de la compañía.
- Dimensión legal. Durante todo su ciclo de vida, las empresas deben respetar las leyes que rigen la nación en la que se lleva a cabo el ejercicio correspondiente. Incluso, si son empresas internacionales, deben cumplir los acuerdos y convenciones internacionales, según sea el caso. Ello implica el cumplimiento de forma y de fondo las leyes relacionadas con el comercio, tributo, medioambiente y plano laboral (Sen & Cowley, 2013).
- Dimensión ética. Consiste en actuar bajo el alero de los valores, principios y normas que son comúnmente aceptadas por la sociedad. De esta manera, es posible alcanzar un mayor bienestar colectivo, sin caer en costos que pueden significar la declaración de quiebra de la compañía (Su, 2014).
- Dimensión filantrópica. Se trata de obligaciones que contraen las empresas de carácter voluntario con organizaciones comunitarias o entidades sin fines de lucro, para dar solución a problemas que pueden afectar a una colectividad específica.

La responsabilidad empresarial es la esencia de la estrategia institucional y es el punto de partida para la realización de prácticas que conllevan a la generación del capital social en virtud de las dimensiones

planteadas por Carroll (1991), Aguilera y Puerto (2012) y Peña y Serra (2012). Cabe anotar que los grupos de interés se encuentran presentes en cada una de las dimensiones del capital social. Asimismo, están relacionados unos con otros: existe cierto grado de dependencia. Por ello, la creación de capital social es producto del nivel de importancia que reviste la organización a los *stakeholders*, en relación con sus requerimientos y necesidades.

Si bien es cierto que la responsabilidad empresarial que poseen las organizaciones fluyen desde las directrices estratégicas que forman parte de la estrategia institucional, la materialización de la misma viene dada por la implementación de la estrategia corporativa hasta llegar al nivel funcional. De esta manera, se otorgan los primeros lineamientos de la generación de capital social (Von Schnurbein, 2014).

3. *Stakeholders*

Una empresa no debe ser concebida exclusivamente como un instrumento para la generación de rentabilidades, sin vida y abstracta. Más bien, debe entenderse como un conjunto de personas que interactúa diariamente entre sí, en el que surgen los anhelos, sueños y objetivos de cada uno de ellos, en el que cada uno de ellos puede afectar o se puede verse afectado por las acciones, decisiones, prácticas u objetivos de una organización (Aguilera & Puerto, 2012). Dichas personas forman parte de los diferentes grupos de interés o *stakeholders* de la compañía, que son integrantes de una comunidad en particular. Estos grupos de interés conviven en un entorno determinado, en el que, además, se encuentran los intervinientes, que no son agentes, pero igual influyen en las decisiones estratégicas.

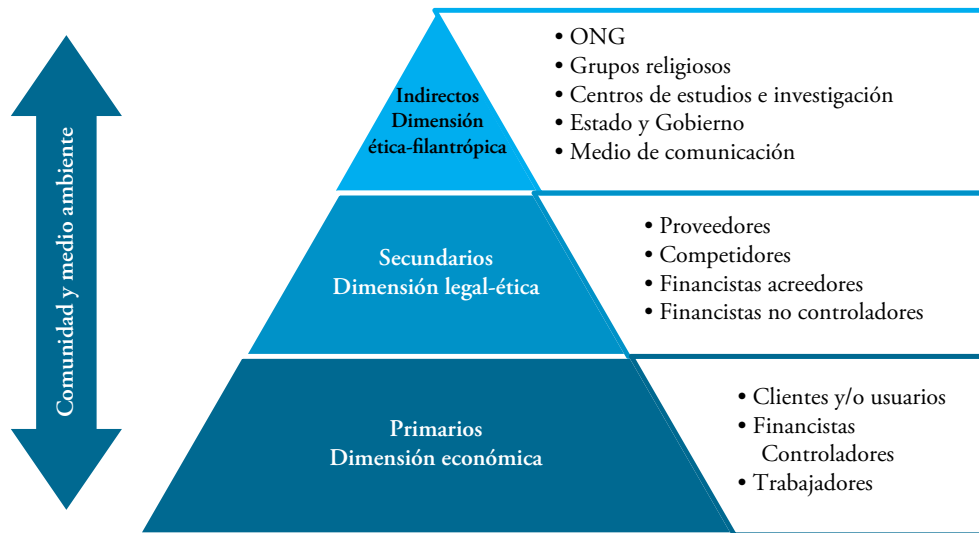
Los grupos de interés e intervinientes se ven influenciados por el desarrollo de una estrategia en la organización. Los primeros son personas naturales o jurídicas que

poseen algún tipo de relación, ya sea directa o indirecta, pequeña o grande, en donde se vislumbra algún grado de organización. Ahora bien, los intervinientes son persona naturales que forman parte de una sociedad. A diferencia de los *stakeholders*, no expresan sus ideas y no se encuentran organizados; por lo tanto, el impacto en la toma de decisión de la empresa es menor.

La cantidad de *stakeholders* e intervinientes va a depender del tipo de empresa y su relación con el medio, por lo que, de acuerdo con Hill y Jones (2009), la clasificación de estos grupos de interés se basa en el nivel de relación y poder que ejercen sobre la empresa (ver gráfico 2). Ello, también, es confirmado por Aguilera y Puerto (2012), como se presenta a continuación:

- Grupos de interés principales. En este, se encuentran los clientes de la empresa, los trabajadores de la entidad y los financistas capitalistas controladores.
- Grupos de interés secundarios: Este grupo está compuesto por los proveedores, los competidores, los financistas capitalistas no controladores y los financistas acreedores.
- Indirectos. Abarca diversas entidades, como ONG, grupos religiosos, centros de estudio, Gobierno y medios de comunicación.
- Intervinientes. Incluye a la comunidad en general y el medio ambiente.

A medida que una empresa es capaz de responder adecuadamente a sus *stakeholders* primarios, secundarios e indirectos, además de considerar apropiadamente a los intervinientes, puede crear capital social. Ello se sostiene en la percepción de bienestar que la empresa entrega a sus diferentes actores. Por ello, una organización debe satisfacer, en primer lugar, a sus grupos de interés primarios; luego, a los secundarios. Asimismo, debe considerar los requerimientos y necesidades de los *stakeholders* indirectos, con lo cual va a alcanzar el techo de la generación de capital social.

Gráfico 2. Clasificación de los *stakeholders* e intervinientes

Fuente: Elaboración propia, basada en Medina y Gallegos (2006).

Ahora bien, si tomamos la misma clasificación de los *stakeholders* en relación con las dimensiones planteadas por Aguilera y Puerto (2012), se puede inferir que existen grupos de interés que se encuentran acumulados en la dimensión ética. Una organización que se preocupa por la generación de valor se hace valer de esta situación, debido a que es la puerta de entrada para la generación de capital social, en la medida que este recurso intangible sale a la luz cuando la organización se preocupa por todos los *stakeholders* de acuerdo con cada una de las dimensiones planteadas por Carroll (1991).

3. Niveles de cumplimiento de responsabilidad social

Al referirnos a los niveles de cumplimiento de la responsabilidad social de las empresas, planteados por Fernández (2009), se puede resaltar que se trata de actividades y/o prácticas que contribuyen al bien-

estar social de los *stakeholders*. Toda organización que declare estar en algún nivel debe cumplir como mínimo con los siguientes enunciados, dependiendo del nivel en el que se encuentre. Esto da lugar a un nivel de bienestar que posee la empresa en relación con la comunidad y sus trabajadores. Conforme la organización ponga mayor atención en los requerimientos, necesidad y anhelos que poseen los individuos, se aproximará al escalón máximo.

- *Nivel primario.* Incluye todas aquellas actividades que están en directa relación con los factores que utiliza la empresa como parte de su cadena de valor. Por ello, el auxilio que la empresa brinde a favor de los *stakeholders* debe estar en consonancia con la actividad principal mediante la entrega de bienes y servicios de calidad valorados por la comunidad. De este modo, se estaría generando utilidades, promoviendo el respeto hacia las personas y la dignidad de los trabajadores, respetando el medio ambiente,

cumpliendo con el marco jurídico y, en definitiva, distribuyendo equitativamente la riqueza generada.

- *Nivel secundario.* Hace referencia a las prestaciones y auxilio que la organización otorga a los trabajadores de la empresa y la comunidad que rodea a dicha empresa. Estas atenciones deben tener relación directa con la actividad principal de la compañía. Ello implica dos ámbitos:
 - *Relación con los trabajadores.* Para una empresa, las personas son un capital de suma importancia, puesto que, a través de ellas, se logra alcanzar los objetivos de la compañía. En función de ello, se requiere reducir la insatisfacción de los trabajadores (Medina & Gallegos, 2008), mediante adecuadas condiciones de trabajo, para lo cual se debe contar con un buen clima laboral, así como en los servicios y beneficios entregados al personal. En ese marco, es fundamental mantener a los trabajadores motivados, lo que lleva a buscar alinear los objetivos personales con los institucionales y reconocer el aporte que cada trabajador realiza a la generación de valor mediante una retribución equitativa. Dicha retribución puede ser tanto de carácter no económico como económico.
 - *Relación con la comunidad.* Para la empresa, es importante tener buenas relaciones con la comunidad, debido a la incidencia que esta posee frente al desarrollo y viabilidad de la compañía. Se debe considerar que las buenas o malas prácticas de la organización son juzgadas por cada *stakeholder* que forma parte de una comunidad.
- *Nivel terciario.* Este es el nivel máximo que puede alcanzar una organización frente al desenvolvimiento diario que posee la empresa con sus

trabajadores y la comunidad, lo cual es más bien de corte altruista. Consiste en la reparación, corrección o renovación de determinados aspectos en los que se sitúa una organización, a través de acciones y prácticas que no poseen ninguna relación con la actividad principal de la empresa. A ello se debe agregar una atención especial que va por encima de la labor que cumple un trabajador en una organización. Una empresa, en la medida que es capaz de generar valor en este nivel, cumple con las cuatro dimensiones planteadas por Carroll (1991). En el primer y segundo nivel, se habla de la dimensión económica, legal y ética, mientras que, en la tercera dimensión, la organización entrega un auxilio a las personas o comunidad por el solo hecho de generosidad, sin recibir nada a cambio.

Existe una fuerte relación entre el nivel primario de cumplimiento y la responsabilidad económica y legal de la empresa, que responde a que las organizaciones deben crear productos valorados por la comunidad, que permitan obtener utilidades, dentro del marco normativo de una sociedad. En cuanto al nivel secundario, este apunta a la responsabilidad ética con la que actúa la empresa frente a sus trabajadores y su entorno. Por último, la responsabilidad filantrópica o discrecional refiere al nivel de cumplimiento terciario, en el que se encuentran los compromisos voluntarios que adquiere una compañía con alguna ONG sin recibir nada a cambio.

Como se mencionó previamente, conforme la empresa sea capaz de responder a los niveles pasando por sus diferentes etapas, podrá contribuir con el desarrollo y la consolidación del capital social. De este modo, será posible obtener una ventaja competitiva, que asegure la permanencia de la compañía en el mercado.

4. Conclusión

Las prácticas socialmente responsables llevan a una empresa a cumplir con estándares, políticas, normas y acciones. Ya no corresponden con un modelo de negocio que pretende validar a una empresa como un medio para la generación de riqueza exclusivamente, puesto que estas prácticas socialmente responsables son compromisos voluntarios que asume la compañía. Estos son adecuados a los requerimientos de los distintos agentes económicos involucrados con la entidad, lo cual —a su vez— conduce a la generación de capital social.

Durante todo el desarrollo de este ensayo, se establece una relación de fondo y de forma entre la responsabilidad social empresarial y el capital social de las empresas. Dicha relación abarca desde el concepto mismo hasta su forma de generación. En ese marco, ambos recursos son bienes intangibles, que difícilmente pueden ser creados y fácilmente destruidos. Los mismos se encuentran en estrecha relación con las interacciones que la empresa sostiene con cada agente económico, en virtud de ciertos parámetros que permiten determinar si una empresa es socialmente responsable.

Ahora, el diseño de la estrategia, a nivel institucional, corporativo, negocio y funcional, es un posible conductor, que lleva a una compañía a laborar en búsqueda de la creación de valor. Ello se debe a que se consideran políticas, estándares, requerimientos y necesidades de agentes internos y externos para la creación de capital social, de modo que se logre la obtención de una ventaja competitiva y la materialización misma de la estrategia.

La teoría de los *stakeholders* está presente en la responsabilidad social empresarial y el capital social, en la medida que los primeros son actores que existen en

cada una de las relaciones que establece la organización para la creación de valor. Toda interdependencia que posee la empresa con los *stakeholders* se desarrolla en las cuatro dimensiones que posee el capital social. Por ello, un actor puede estar fácilmente en más de una dimensión, de manera que entra en juego la capacidad que posee la empresa para identificarlo, y así poder cubrir sus necesidades y requerimientos.

En relación con los niveles de cumplimiento de la responsabilidad social, la empresa debe trabajar para lograr acceder al nivel primario de cumplimiento de RSE, y posteriormente, con perseverancia y esfuerzo, alcanzar el nivel terciario. La evolución de niveles permite que cada empresa pueda trabajar para crear capital social. Cuando se logra responder adecuadamente a cada una de las dimensiones, sale a luz el valioso recurso intangible expresado como capital social.

Referencias bibliográficas

- Acción RSE (2011). *Responsabilidad social empresarial: gobernanza, medición y control de gestión*. Santiago: Acción RSE.
- Aguilera, A. & D. Puerto (2012). Crecimiento empresarial basado en responsabilidad social. *Revista Pensamiento & Gestión*, 32, 1-26.
- Cabanelas, J. (1997). *Dirección de empresas: bases en un entorno abierto y dinámico*. Madrid: Editorial Pirámide.
- Carroll, A. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Towards the Moral Management of Organisational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-38.
- Chang, H. (1997). Democracy, diversity and social capital. *National Civic Review*, 86(2), 141-147.
- Coleman, J.S. (2011). *Fundamentos de teoría social*. Madrid: Centro de Investigaciones Sociológicas.

- Comisión de las Comunidades Europeas (2001). *Libro Verde: Fomentar un marco europeo para responsabilidad social de las empresas*. Bruselas: Comisión de las Comunidades Europeas (CCE).
- Cortina, A. (2000). *La ética de la sociedad civil* (4ª edición). Salamanca: Editorial Anaya.
- Duque, Y., M. Cardona & J. Rendón (2013). Responsabilidad social empresarial: teorías, índices, estándares y certificaciones. *Revista Cuadernos de Administración. Universidad del Valle*, 29(50), 196-206.
- Fernández, R. (2009). *Responsabilidad social corporativa*. Alicante: Editorial Club Universitario.
- Figuerola, V. (2007). *Capital social y desarrollo indígena urbano: una propuesta para una convivencia multicultural. Los mapuches de Santiago de Chile*. Tesis inédita de Doctorado. Universitat Ramon Llull.
- Foro de Expertos en RSE (2007). *Informe del Foro de Expertos en Responsabilidad Social de las Empresas*. Madrid: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
- Hill, C.W.L. & G.R. Jones (2009). *Administración estratégica*. México, D.F.: McGraw-Hill Interamericana.
- Instituto Ethos (2005). Conceptos básicos e indicadores de responsabilidad social empresarial. *Manual de apoyo para periodistas*. São Paulo: Instituto Ehtos.
- International Organization for Standardization. (2010). ISO 26000 Social Responsibility. *ISO.org*. www.iso.org/iso/social_responsibility. Fecha de consulta: 15 de abril de 2012.
- Kawachi, I., B.P. Kennedy, K. Lochner & D. Prothrow-Stith (1997). Social Capital, Income Inequality, and Mortality. *American Journal of Public Health*, 87(9), 1491-1498.
- Medina, A. & C. Gallegos (2006). Comparación entre los Métodos VEA y FEL en la valorización de empresas: Sus bases contables. *Revista Conferencia Académica Permanente de Investigación Contable*, 3, 43-52.
- Medina, A. & C. Gallegos (2008). Motivación y satisfacción de los trabajadores y su influencia en la creación de valor económico en la empresa. *Revista RAP*, 42(6), 1213-1230.
- Moneva, J. & J. Lizcano (2004). Marco conceptual de la responsabilidad social corporativa. Trabajo presentado en Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA). Madrid, diciembre de 2004.
- Newton, K. (1997). Social capital and democracy. *American Behavioral Scientist*, 40 (5), 575-586.
- Peña, D. & A. Serra (2012). Responsabilidad social empresarial en el sector turístico. Estudio de caso en empresa de alojamiento de la ciudad de Santa Marta, Colombia. *Revista Estudios y Perspectivas en Turismo*, 21(6), 1456-1480.
- Ríos-Figueroa, J. & A. Ríos Cázares (1999). Capital social y democracia: una revisión crítica de Robert Putnam. *Política y Gobierno*, VI(2), 513-528.
- Sen, S. & J. Cowley (2013). The Relevance of Stakeholders Theory and Social Capital Theory in the Context of CSR: An Australian Perspective. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 413-427.
- Su, H. (2014). Business Ethics and the Development of Intellectual Capital. *Journal of Business Ethics*, 119(1), 87-98.
- Von Schnurbein, G. (2014). Managing Organizational Social Capital through Value Configurations. *Nonprofit Management & Leadership*, 24(3), 357-376.
- Wheelen, T., J. Hunger & I. Oliva (2007). *Administración estratégica y políticas de negocio. Conceptos y casos*. México D.F.: Pearson.

Fecha de recepción: 25 de noviembre de 2013

Fecha de aceptación: 25 de junio de 2014

Correspondencia: alex@ubiobio.cl

Uma breve incursão aos primórdios da administração dos recursos humanos públicos: a importância de «The Study of Administration», de Woodrow Wilson, 1887

Miguel Lira y Ana Roso

Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Universidade de Coimbra
Faculdade de Direito

Neste trabalho iremos analisar o artigo publicado na revista *Political Science Quarterly*, vol. 2, n. 2, de junho de 1887, intitulado «The Study of Administration», da autoria de Woodrow Wilson. Tal se deve ao fato de o texto nunca ter sido analisado na perspectiva do seu impacto na administração dos recursos humanos públicos. Será, então, esta lacuna na literatura que procuraremos colmatar através desta pesquisa. Podemos acrescentar que este impacto muito passará pelo contributo deste artigo para a herança intelectual do Paradigma Clássico da Administração Pública, cujas ideias e pressupostos vincaram durante muitas décadas do século XX no setor público de inúmeros países, além de uns resquícios do que seriam as doutrinas da *New Public Management* (NPM), quase um século depois.

Palavras-chave: Woodrow Wilson, administração dos recursos humanos, Ciência da Administração Pública, setor público

A brief incursion into the beginning of human resources management in public administration: the importance of «The Study of Administration», by Woodrow Wilson, 1887

In this paper will be analyzed the article published in *Political Science Quarterly*, Vol 2, n. 2, in June 1887, entitled «The Study of Administration», written by Woodrow Wilson. This is due to the fact that it has never been analyzed from the perspective of its impact on public human resource management. It is this gap in the literature that we seek to meet through this research. We may add that this will contribute to the intellectual heritage of the Classical Paradigm of Public Administration, whose ideas and assumptions creased over many decades of the twentieth century in the public sector in many countries throughout the world and the presence of vestiges of what would be the doctrines of New Public Management (NPM) almost a century later.

Keywords: Woodrow Wilson, human resources management, public administration science, public sector.

Una breve incursión en los inicios de la administración de recursos humanos en el sector público: la importancia de «The Study of Administration», de Woodrow Wilson, 1887

En este trabajo vamos a analizar el artículo publicado en la revista *Political Science Quarterly*, 2(2), de junio de 1887, titulado «The Study of Administration» de Woodrow Wilson. Esto se debe a que el texto nunca ha sido analizado desde la perspectiva del impacto en la administración de recursos humanos en el sector público. Hemos decidido llenar este vacío en la literatura a través de esta investigación. Podemos añadir que este artículo tendrá un gran impacto y contribuirá a la herencia intelectual del Paradigma Clásico de la Administración Pública, cuyas ideas y propuestas se consolidaron en el sector público de muchos países durante el siglo XX; así como algunos razgos de lo que casi un siglo después se convertiría en la doctrina del *New Public Management* (NPM).

Palabras clave: Woodrow Wilson, administración de recursos humanos, Ciencias de la Administración Pública, sector público.

1. Aspectos introdutórios

De acordo com Amaral (2010, p. 202), a Ciência da Administração Pública pode ser definida da seguinte forma:

[...] ciência social que estuda a Administração Pública como elemento da vida coletiva de um dado país, procurando conhecer os fatos e as situações administrativas, construir cientificamente a explicação dos fenômenos administrativos, e contribuir criticamente para o aperfeiçoamento da organização e funcionamento da Administração.

Nesta perspectiva, e ainda na ótica de Amaral (2010), a Ciência da Administração abarca e estuda diversos aspectos inerentes à administração de quem se encontra vinculado ao setor público: se os funcionários são efetivamente promovidos ou não; se as promoções demoram muito tempo ou pouco; se as promoções feitas são bem aceitas no meio a que respeitam ou, pelo contrário, são contestadas pelos funcionários; se nas promoções efetuadas são considerados critérios políticos ou se existe neutralidade política; se o critério da promoção por antiguidade está produzindo bons resultados ou se veda por tempo excessivo o acesso dos mais capazes; se as promoções por mérito são baseadas em critérios de avaliação objetivos ou em amizades, influências ou compadrios; se aqueles que são promovidos aos lugares superiores são os mais competentes ou, pelo contrário, os mais dóceis à vontade dos superiores; entre outros.

Face ao exposto, uma melhor compreensão da administração dos recursos humanos públicos acarreta à sua contextualização no âmbito do espectro mais lato da Ciência da Administração. É neste âmbito que se insere a análise que iremos realizar do artigo publicado na revista *Political Science Quarterly*, vol. 2, n. 2, em junho de 1887, intitulado «The Study of Administration», da autoria de Woodrow Wilson, visto que este

é encarado por diversas literaturas como propulsor da Administração enquanto ciência.

O objetivo deste trabalho passa pela dissecação do referenciado artigo, tendo como norte a sua influência para a administração dos recursos humanos públicos. Podemos acrescentar que esta passará muito pelo seu contributo para a herança intelectual do Paradigma Clássico da Administração Pública, cujas ideias e pressupostos vincaram durante muitas décadas do século XX no setor público de inúmeros países por esse mundo fora, além de uns resquícios do que seriam as doutrinas da *New Public Management* (NPM) quase um século depois.

O enfoque dado à contribuição deste artigo para a administração dos recursos humanos públicos constitui a grande mais-valia da presente pesquisa para a literatura e para o conhecimento científico. Tal decorre da lacuna detectada da literatura, ou seja, embora este artigo já tenha sido escrutinado por outros autores, o seu âmago nunca foi a dos recursos humanos públicos: por exemplo, Sager e Rosser (2009) observaram o seu contributo para a teoria da burocracia, enquanto Thorsen (1988) tentou encontrar vestígios do pensamento político de Woodrow Wilson. Isto é, que seja do nosso conhecimento, «The Study of Administration» ainda não foi estudado à luz do que trouxe de novo para a administração dos recursos humanos públicos. Será, então, esta lacuna na literatura que procuraremos colmatar através desta pesquisa.

Com vista à concretização deste objetivo, o presente trabalho apresenta 3 seções adicionais, para além desta introdução, em que será abordada a contextualização histórica do artigo através da observação do *Pendleton Civil Service Reform Act, de 1883*, e da *Progressive Era*, após a qual trataremos da dissecação do «The Study of Administration». Encerraremos este trabalho com a discussão e as conclusões obtidas.

2. Aspectos metodológicos

Em termos metodológicos, há que escolher a abordagem que melhor possibilitará a concretização dos objetivos deste trabalho. Porém, e antes de tudo, não podemos deixar de realizar uma distinção conceitual entre metodologia e método.

Recorrendo a alguma literatura de referência, como é o caso de Silverman (2011, p. 52), por metodologia deve-se entender «a abordagem geral de estudo dos tópicos de investigação», enquanto o método refere-se a uma «técnica específica de pesquisa». Por outro lado, a pesquisa não é mais do que o conjunto de investigações, operações e trabalhos, quer sejam a um nível intelectual ou prático, cujo objetivo seja a descoberta de novos conhecimentos, a invenção de novas técnicas e a exploração ou a criação de novas realidades (Kourganoff, 1990).

Assim sendo, nesta seção será abordada a questão da metodologia utilizada neste trabalho. O protocolo utilizado na pesquisa respeitou os seguintes trâmites, de acordo com a concepção de Raupp e Beuren (2006):

- **quanto aos objetivos:** descritiva;
- **quanto aos procedimentos:** bibliográfica;
- **quanto à abordagem do problema:** qualitativa.

Desenvolvendo esta questão, podemos salientar que, para Raupp e Beuren (2006), a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, isto é, não se apresenta tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada como a última.

Cervo e Bervian (2002) indicam que a pesquisa bibliográfica explica um problema a partir de referências teóricas publicados em documentos e que pode ser realizada independentemente, ou como parte da pesquisa descritiva ou experimental.

Por seu lado, a investigação qualitativa é aquela que não utiliza instrumento matemático, estatístico ou econométrico algum (Raupp; Beuren, 2006), justificando-se o uso deste tipo de investigação na Gestão dos Recursos Humanos por se tratar de uma ciência social. Estes requisitos são preenchidos pelo presente estudo, possibilitando assim a sua classificação como uma pesquisa com uma abordagem metodológica qualitativa.

Em suma, e considerando que o atual trabalho visa concorrer para o incremento do conhecimento sobre a evolução da administração dos recursos humanos públicos, este será baseado em pressupostos teóricos interpretativos, adotando como metodologia uma abordagem qualitativa e como método de investigação o bibliográfico, tanto de fontes de evidência secundárias como primárias.

3. Contextualização histórica: o *Pendleton Civil Service Reform Act* (1883) e a *Progressive Era*

A Ciência da Administração brota «das fontes intelectuais do Novo Mundo», mais precisamente nos EUA (Amaral, 2010, p. 210). Neste âmbito, é indiscutível que a publicação do artigo clássico «The study of Administration», de Woodrow Wilson —um dos Progressistas mais influentes e futuro vigésimo oitavo presidente dos EUA, entre 1913 e 1921—, constituiu um verdadeiro marco deste período (Sager; Rosser, 2009; Rosenbloom; Kravchuck; Clerkin, 2008), visto que muitas literaturas defendem que com este artigo nasceu ‘oficialmente’ a Ciência da Administração, tendo por base o argumento que o referenciado escrito é pioneiro na defesa desta ciência como um importante campo de pleno direito (cf. Kettl, 2000), afastando-se, dessa forma, da Ciência Política e do Direito, os dois campos onde ela era, até então, inserida (Jreisat, 1997). Assim, muitos consideram,

como Amaral (2010), Woodrow Wilson como o fundador da Ciência da Administração Pública, no atual sentido da expressão.

Podemos começar por indicar que, quando o citado artigo foi escrito, Wilson teria bem presente na sua mente a reforma do serviço civil (ou público) americano, ou não tivesse sido aprovada em 16 de janeiro de 1883 a *Pendleton Civil Service Reform Act*¹, já que este ato marca a adoção de um sistema de mérito no serviço público norte-americano, ou seja, estipulava que os empregos no setor público deviam ser concedidos com base no mérito, em detrimento do *spoils system*² até aí vigente, visto que este último caracterizava-se por ser corrupto, discricionário e favorecer o clientelismo político e o nepotismo (Rocha, 2009; Kickert, 1997).

Esse sistema de mérito estabeleceu três princípios fundamentais, cuja influência pode ser encontrada deste lado do Atlântico, em terras de Sua Majestade, isto é, este sistema de mérito americano tem alguns pontos em comum com a reforma do serviço público do Reino Unido, desencadeada nesse mesmo século, designadamente: exames competitivos à entrada no serviço público, ao invés de assentar em laços ou filiação política; (relativa) segurança no emprego, já que auspicou a proteção contra despedimentos arbitrários ao tornar ilegal a demissão ou despromoção dos funcionários públicos por razões políticas; e neutralidade política (Rocha, 2010; Sager; Rosser, 2009; Osborne; Gaebler, 1992), ou seja, proteção da interferência política e uma maior transparência nas operações governamentais (Infeld; Adams; Qi; Rosnah, 2010).

Esta influência deverá decorrer do fato de o funcionalismo público inglês gozar de enorme prestígio, à altura, em virtude da sua integridade, capacidade e inteligência (Rocha, 2010). Para além da introdução deste sistema de mérito, esta reforma também já tinha imbuído em si outros dois aspectos: proteção da interferência política e maior transparência nas operações governamentais (Infeld; Adams; Qi; Rosnah, 2010).

Embora influenciada pelo que se passava no território inglês, esta reforma do sistema de função pública americano não coincide inteiramente à preconizada nas Ilhas Britânicas. As diferenças do sistema americano face aos preceitos europeus são apontadas por Rocha (2010), a saber:

- Os exames para admissão aos cargos públicos têm uma vertente essencialmente prática,
- O conteúdo funcional do cargo a exercer vai influenciar a estrutura do teste de admissão.
- O sistema americano não segue o sistema fechado típico dos padrões europeus, na medida em que as entradas podiam ser consumadas para qualquer nível da pirâmide hierárquica e não apenas para a sua base.
- A segurança do emprego nunca esteve completamente assegurada.
- A elite administrativa americana não ficou circunscrita a alunos de determinadas universidades, como no caso inglês em que os cargos dirigentes eram praticamente todos ocupados por licenciados oriundos de Cambridge e Oxford.

¹ «It is a thing almost taken for granted among us, that the present movement called civil service reform must, after the accomplishment of its first purpose, expand into efforts to improve, not the personnel only, but also the organization and methods of our government offices» (Wilson, 1887, p. 197).

² Este *spoils system* não era mais de que uma descarada aplicação da doutrina «to the victor belongs the spoils», em que a ocupação dos cargos públicos dependia do resultado dos atos eleitorais (Jreisat, 1997, p. 22).

Por outro lado, esta mudança de perspectiva ao nível dos recursos humanos públicos muito deve ao espírito que iria pautar a intitulada *Progressive Era*, que marcou os últimos anos do século XIX e os primeiros do século XX. Recapitulando, este movimento pautou-se não só pela existência de autoridades públicas independentes do poder federal e pela criação de novos sistemas de serviço público, mas também incluíram os esforços para proibir a venda de álcool; regulamentação do trabalho infantil; gerir cientificamente recursos naturais; regular práticas empresariais; melhorar as condições no local de trabalho etc. Além disso, os reformadores progressistas procuravam a eliminação da corrupção no seio do governo, algo que está bem patente no artigo de Woodrow Wilson —progressista convicto— que passaremos a analisar.

4. Dissecção de «The Study of Administration»

«The Study of Administration» foi originalmente publicado na revista *Political Science Quarterly*, vol. 2, n.º 2, em junho de 1887, e é composto por três partes, além de uma introdução:

- **Parte I** – Dedicado a uma análise de perfil histórico sobre a administração da coisa pública.
- **Parte II** – Dedicado ao objeto da Ciência da Administração.
- **Parte III** – Dedicado à determinação dos melhores métodos através dos quais esta ciência poderá ser desenvolvida.

Na primeira parte do artigo, Wilson (1887, p. 201) se refere que a existência de uma Ciência da Administração resulta da necessidade de «endireitar os caminhos do governo, [...], de fortalecer e purificar a sua organização». Uma clara alusão à corrupção que grassava na administração da coisa pública, isto é, à «atmosfera

venenosa» que pairava sobre a administração pública norte-americana de então (p. 201). Para este autor, a confusão e a corrupção instalada nos corredores do poder, em Washington, não deixavam acreditar que «nenhuma conceção clara do que constitui uma boa administração estivesse espalhada pelos Estados Unidos da América» (p. 201).

Noutro ponto do artigo, Wilson (p. 198) defende que a Ciência da Administração é o último fruto do estudo da Ciência Política que «começou há duzentos anos atrás», sendo «uma ocorrência do nosso século [séc. XIX], quase da nossa geração» e que esta foi «removida da pressa e dos conflitos da política» (p. 209), o que denota a sua convicção da necessidade de separação entre estas, a qual «não necessita de uma discussão mais aprofundada» (p. 211).

Sinteticamente, o citado autor referenciado defendia que a Administração poderia —e deveria— ser separada da Política, ou por outras palavras, aos políticos pertenceria a tomada de decisões e as definições das diretrizes políticas, ao passo que a implementação de tais decisões deveria ser entregue aos versados na Ciência da Administração, que realizariam o seu trabalho da forma mais eficiente possível, tendo apenas em consideração as premissas de uma boa administração, deixando de parte as oscilantes e egoístas conveniências dos políticos, que se modificam ao sabor do calendário eleitoral. A sua opinião sobre a classe política, a que também pertencia, não era, portanto, a melhor.

Diversas frases retiradas da segunda parte do seu texto corroboram esta posição: «a administração está fora da esfera própria da política. Questões administrativas não são questões políticas» (p. 210); «os planos gerais da ação governamental não são administrativos; a execução detalhada de tais planos é administrativa» (p. 212).

Para que fosse possível, em termos práticos, concretizar esta ideia, Wilson (p. 212) argumentou que os decisores políticos tinham de delegar competências e poder nos administradores públicos, pois «os administradores devem ter, e têm, uma vontade própria na escolha dos meios para realizar o seu trabalho. Eles não são, nem devem ser, um mero instrumento passivo».

Esta delegação de competências era afiançada, na ótica dos decisores políticos, pela crença de que a *accountability* democrática assegurava o controle sobre as ações dos administradores, já que «a opinião pública é o primeiro princípio do governo» (p. 208). Para tal, para melhorar a opinião pública há que preparar melhor os servidores públicos, o que permitiria proporcionar um melhor serviço e, em última análise, uma melhor governação. A exaltação da burocracia para este objetivo também é referida: «its motives, its objects, its standards, must be bureaucratic» (p. 217).

Mas não é apenas apresentada a defesa da separação entre a Ciência da Administração e a Ciência Política. O mesmo é defendido para a cisão com o Direito, isto é, é defendida «a distinção entre as questões constitucionais e as questões administrativas» (p. 211), embora assegure que «a administração pública é a execução detalhada e sistemática do direito público [administrativo]» (p. 211).

Por outro lado, na introdução do artigo, Wilson (p. 208) identifica quais devem ser os dois objetos desta nova ciência: em primeiro lugar, descobrir o que o governo pode —com sucesso e corretamente— fazer; e, em segundo lugar, como fazê-lo com a maior eficiência possível, com um mínimo de custo possível. É nesta ótica que sobressai a frase inicial da segunda parte do texto em análise: «the field of administration is a field of business» (p. 209), o que indicia uma aproximação à ideia que a administração pública deveria seguir as práticas e ferramentas utilizadas num contexto empresarial privado.

Acrescente-se que a Ciência da Administração eminentemente prática, proposta por Wilson, foi concebida para oferecer mais do que um simples guia da (re) estruturação dos recursos humanos das organizações públicas, patente no Pendleton Civil Service Reform Act: deve ser encarada como uma preparação moral para o que deveria seguir-se, isto é, deve ser entendida «como um prelúdio para uma reforma administrativa mais ampla» (p. 210). Assim, os esforços de melhoria terão de se estender à organização e métodos de trabalho das instituições estatais, «porque é evidente que a sua organização e métodos necessitam de ser melhorados» (Ibidem, p. 197), o que remete para o que o autor escreveu na terceira parte do seu artigo.

É neste contexto e com estes objetivos em mente que Wilson (pp. 219-220) refere que não há que ter medo de recorrer ao estrangeiro, concretamente à Europa, com particular enfoque para o que se passava na França e na Alemanha, na senda de ideias e preceitos a seguir. Enfatiza, no entanto, a necessidade de americanizar as experiências levadas a cabo no continente europeu, já que é mais difícil organizar o aparelho administrativo numa democracia do que numa monarquia.

5. Discussão e conclusões

A defesa da necessidade de uma separação clara entre quem concebe as políticas públicas e quem as implementa foi o principal contributo deste trabalho para o modelo clássico (Infeld, Adams, Qi & Rosnah, 2010). A este propósito, e atestando a atualidade desta reflexão de Woodrow Wilson, mesmo autores mais contemporâneos, como Lynn (2001) ou Overeem (2005), defendem que a oposição explícita entre a Política e a Administração não é apenas uma hipótese teórica a ter em consideração, mas sim um princípio que deve ser perseguido na prática. Em suma, Woodrow Wilson defendia abertamente a separação entre

a implementação das políticas públicas e a tomada das decisões políticas; a separação entre o braço executivo do Estado e aqueles que concebem as políticas públicas; ou, se preferirmos, a separação entre a Ciência da Administração da Ciência Política.

Acrescentamos que também não pode ser negligenciada a separação —talvez com uma defesa menos efusiva ao longo do citado texto— entre a Administração e o Direito.

É nesta ótica que esse artigo deve ser considerado como propulsor da Administração como ciência independente, já que defende a sua diferenciação das outras ciências em que era até então incorporada: a Política e o Direito.

Mas a importância deste trabalho não se cinge apenas a esta faceta pioneira; muitos dos aspetos salientados no ponto anterior merecem referência obrigatória. Aliás, podemos nos recorrer de diversas literaturas que abordam diferentes aspectos deste artigo.

Podemos começar por Kettl (2000), já que este autor é da opinião que os argumentos de Wilson estabeleceram-se firmemente nas tradicionais reformas do século XX. Designadamente, defende que Wilson:

- Estabeleceu a importância da execução das políticas públicas estar separada da sua criação.
- Apresentou a noção de que a administração podia e devia ser bem executada, obedecendo às regras de boa gestão e eficiência.
- Acreditava que a eficácia do governo dependia da eficácia do seu aparelho administrativo, o que ajudou a construir um forte argumento para a existência de dirigentes profissionais e com uma forte capacidade de administração, independentemente de quem ocupava os cargos políticos eleitos.

Já para Kanigel (2005), o gênio de Wilson repousava no fato de este ter defendido uma via de maior competência técnica e com isso maior poder para quem a possuía, sem colocar em causa a democracia e a *accountability*, ao mesmo tempo que refere que a sua abordagem transformou a busca pela eficiência numa virtual religião administrativa.

Por outro lado, Thorsen (1988) defende que um dos maiores contributos foi a sua convicção de que o conhecimento científico das práticas econômicas, políticas e administrativas podia ser introduzido na conduta do governo, o que para Behn (1998) significa que este autor já defendia, um quarto de século antes de Frederick Taylor, uma Administração Científica.

Esta última perspectiva poderá servir de ponte ao objetivo a que nos propusemos no início deste trabalho: averiguar a importância do «The Study of Administration» para a administração dos recursos humanos públicos através da sua valência para o evoluir da Ciência da Administração.

Assim, este artigo também deve ser encarado como impulsionador, em certa medida, do Paradigma Clássico da Administração Pública, o que torna Wilson um dos inspiradores deste modelo (Osborne, 2006; Jreisat, 1997) e, portanto, da forma como este modelo previa a administração dos trabalhadores pertencentes ao setor público.

Essencialmente, a defesa inédita da cisão entre política e administração funciona como um dos pilares fundamentais do Paradigma Clássico da Administração — ou Teoria Clássica da Administração. Mas não só do trabalho de Woodrow Wilson se arquitetou esta Teoria Clássica da Administração. Behn (1998) acrescenta o contributo de outros dois autores, cujo trabalho combinado esteve na origem da herança intelectual do Paradigma Clássico da Administração

Pública: Frederick Winslow Taylor e Max Weber. Jreisat (1997) acrescentou ainda a abordagem da Gestão Administrativa, que teve em Luther Gulick e Henri Fayol os seus principais obreiros.

Em termos sintéticos, podemos considerar que as principais contribuições de cada um dos autores supramencionados foram as seguintes:

- **Wilson** – defendeu como imprescindível a separação entre quem formula as políticas públicas e quem as implementa e executa.
- **Taylor** – a este autor se deve o carácter científico deste paradigma e a necessidade de uma clara separação entre a organização do trabalho (realizada pelos administradores públicos) e a execução das tarefas (na incumbência dos funcionários). Desta forma, o trabalho de Taylor invocou a necessidade dos princípios da divisão do trabalho —com a respectiva especialização das funções e homogeneidade— e a elaboração e imposição de regras, leis e fórmulas na realização das tarefas, tornando, desta forma, obsoleto o raciocínio e o livre pensamento de cada trabalhador, além de ter defendido a existência de um único método para a realização de tais tarefas, sendo que este método é escolhido por ser, comprovadamente, o melhor e mais rápido.
- **Weber** – este autor apresentou o princípio hierárquico para o funcionamento das organizações. Este princípio tem por base a supervisão do trabalho realizado por cada trabalhador pelo seu superior hierárquico e, necessariamente, a devoção e lealdade de cada membro da organização a este. Também não deve ser esquecido o defendido objetivo da eficiência, sendo esta conseguida através da implementação de regras racionais e impessoais.

- **Gulick e Fayol** – Estavam particularmente interessados na identificação das funções e dos princípios da gestão/administração³, de carácter universal (Jreisat, 1997), servindo como modelo geral de atuação dos dirigentes das organizações (Ferreira, 2001).

Não obstante existirem discrepâncias e antagonismos entre alguns dos ideais abroquelados por estes autores, e respectivas escolas de pensamento, é impossível desmentir que o conjunto dos seus pensamentos e perseguições criaram os alicerces deste paradigma clássico.

Nessa ótica, por exemplo, Sager e Rosser (2009) consideram que as ideias de Wilson são congruentes com a teoria da burocracia de Max Weber. Ostrom (1989) indica que entre os elementos principais que compõem o designado ‘Paradigma Wilsoniano’ encontram-se as seguintes proposições que vão de encontro à visão de Weber:

- Um centro único de poder em qualquer sistema de governo, ao invés de um poder dividido, atendendo que quanto mais o poder se encontra dividido, mais irresponsável o sistema se torna.
- O campo da Administração encontra-se fora da esfera própria dos políticos.
- Os governos eficientes têm fortes similaridades nas suas estruturas e funções administrativas. Esta proposição alude ao pressuposto de que existem princípios de administração comuns, independentes e identificáveis.
- A perfeição do ordenamento hierárquico de um serviço público, perfeitamente profissionalizado, proporciona as condições estruturais necessárias para uma boa administração. Para além disso, organizações hierarquizadas maximizam a sua eficiência através de uma inevitável redução de custos.

³ Ambos os autores não diferenciam entre administração e gestão; o seu trabalho é genérico para qualquer tipo de organização.

No que concerne à administração dos recursos humanos públicos, os modelos de emprego público existentes por esse mundo, que tinham por base este paradigma clássico, baseavam-se na neutralidade dos funcionários, como já fora advogado por Wilson. A este propósito, Doherty e Horne (2002, p. 16) apresentam, de uma forma resumida, as características deste modelo de emprego público:

- **Hierárquica** – A autoridade é baseada numa cadeia de comando. Cada posição subalterna é supervisionada por alguém numa posição hierarquicamente superior. Desta forma, a autoridade e a responsabilidade de cada indivíduo está claramente definida.
- **Especialização do trabalho** – cada atividade é decomposta em rotinas e em tarefas muito bem definidas.
- **Regras formais** – de forma a assegurar uma uniformidade, as operações devem ser levadas a cabo de acordo com regras transparentes, que são consistentemente aplicadas e monitorizadas.
- **Carreiras estruturadas** – os funcionários recebem salários fixos pelo seu trabalho; as promoções são baseadas na antiguidade e no mérito do seu desempenho (a meritocracia); os administradores são funcionários profissionais.
- **Seleção formal** – os funcionários são selecionados com base nas suas qualificações, formação, educação ou através de uma examinação formal.
- **Impessoalidade** – as regras e os controlos são aplicados para que todos sejam tratados de forma igual.
- **Acesso controlado** – a informação é armazenada em ficheiros e todos os movimentos e transações são guardados.

Mas a sua influência não se circunscreveu ao Paradigma Clássico da Administração Pública. Esta *abordagem gestionária* da Ciência da Administração, pelo menos nos EUA, derivou do movimento de reforma do

serviço civil, registrado no final do século XIX, donde decorreu uma nova perspectiva para o setor público: uma ‘empresarialização’ desse setor, isto é, um aproximar às práticas e princípios do setor privado, por parte das organizações públicas, minimizando as distinções entre a gestão privada e a administração pública (Rosenbloom, Kravchuck & Clerkin, 2008), incluindo as relacionadas com a administração dos recursos públicos, de que é exemplo a introdução de uma avaliação do desempenho ancorada nos pressupostos de uma Gestão por Objetivos.

Acrescenta-se que esta percepção da Ciência da Administração Pública já se encontrava presente no artigo em análise, podendo ser extraído das palavras de Woodrow Wilson que o setor público deve ser orientado para a maximização da eficiência, eficácia e economia (Infeld, Adams, Qi & Rosnah, 2010). Posteriormente, e já no século XX, esta abordagem foi reforçada pelo movimento da Administração Científica, encabeçado por Frederick Taylor, que procurou consagrar os valores da eficiência e da economia (Rosenbloom, 1983).

Acrescenta-se que as ideias de Wilson vincaram e constituíram verdadeiros dogmas até a II Guerra Mundial (Kettl, 2000; Rocha, 1991); e que na Ciência da Administração ainda se debatem muitos dos desafios e contradições por ele expostos no século XIX (Fesler, 1980).

Para finalizar, há que indicar que a contextualização histórica realizada na terceira seção deste trabalho poderia ter sido mais extensa, incluindo mais dados biográficos sobre Woodrow Wilson e da sua obra, além de que uma caracterização mais aprofundada da sociedade americana de finais do século XIX também seria recomendável. Embora tal não tenha sido possível de realizar na presente pesquisa, fruto das limitações à dimensão do artigo, estes aspectos poderão ser acolhidos por futuras investigações sobre esta temática.

Referências bibliográficas

- Amaral, D. F. (2010). *Curso de direito administrativo*, Vol. I (3.^a ed. 5.^a reimp.). Coimbra: Livraria Almedina.
- Behn, R. D. (1998). The new public management paradigm and the search for democratic accountability. *International Public Management Journal*, 1(2), 131-164.
- Cervo, A. L. & P. A. Bervian (2002). *Metodologia Científica*, 5.^a edição. São Paulo: Makron Books.
- Doherty, T. L. & T. Horne (2002). *Managing public services – implementing changes: a thoughtful approach to the practice of management*. London: Routledge.
- Ferreira, J. M. C. (2001). Abordagens clássicas. In J. M. Carvalho Ferreira, José Neves e António Caetano (orgs.), *Manual de psicossociologia das organizações*. Lisboa: McGraw-Hill, pp. 3-27.
- Fesler, J. W. (1980). *Public administration: Theory and practice*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Infeld, D. L., W. C. Adams, G. Qi & N. Rosnah (2010). Career values of public administration and public policy students in China, Malaysia and the United States. *International Journal of Public Administration*, 33(14), 800-815.
- Jeisat, J. (1997). *Public organization management: the development of theory and process*. Westport, CT: Praeger.
- Kanigel, R. (2005). *The one best way: Frederick Winslow Taylor and the enigma of efficiency*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Kettl, D. F. (2000). Public administration at the millennium: the state of the field. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 10(1), 7-34.
- Kickert, W. J. H. (1997). Public management in the United States and Europe. In *idem* (org.), *Public management and administrative reform in Western Europe*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 15-38.
- Kourganoff, W. (1990). *A face oculta da universidade*. São Paulo: Editora UNESP.
- Lynn, L. E. (2001). The myth of the bureaucratic paradigm: what traditional public administration really stood for. *Public Administration Review*, 61(2), 144-160.
- Osborne, D. & T. Gaebler (1992). *Reinventing government: how the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Osborne, S. P. (2006). The new public governance? *Public Management Review*, 8(3), 377-387.
- Ostrom, V. (1989). *The intellectual crisis in American public administration* (2.^a ed.). Tuscaloosa, AL: University of Alabama Press.
- Overeem, P. (2005). The value of the dichotomy: politics, administration, and the political neutrality of administrators. *Administrative Theory & Praxis*, 27(2), 311-329.
- Raupp, F., Beuren, I. (2006). Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In A. A. Longaray, F. M. Raupp, I. M. Beuren, M. A. B. Sousa, R. D. Colauto, R. A. B. Porton (orgs.). *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática* (3.^a ed.). São Paulo: Editora Atlas, pp. 76-97.
- Rocha, J. A. O. (1991). *Princípios de gestão pública*. Lisboa: Editorial Presença.
- Rocha, J. A. O. (2009). *Gestão pública e modernização administrativa*, reimpressão. Lisboa: INA.
- Rocha, J. A. O. (2010). *Gestão de recursos humanos na administração pública* (3.^a ed.). Lisboa: Escolar Editora.
- Rosenbloom, D. H. (1983). Public administrative theory and the separation of powers. *Public Administration Review*, 43(3), 219-227.
- Rosenbloom, D. H., R. S. Kravchuck, R. M. Clerkin (2008). *Public administration: understanding management, politics, and law in the public sector* (7.^a ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Sager, F.; Rosser, C. (2009). Weber, Wilson, and Hegel: theories of modern bureaucracy. *Public Administration Review*, 69(6), 1136-1147.
- Silverman, D. (2011). *Interpreting qualitative data* (4.^a ed.). London: SAGE Publications.
- Thorsen, N. A. (1988). *The political thought of Woodrow Wilson: 1875-1910*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Wilson, W. (1887). The Study of Administration. *Political Science Quarterly*, 2(2), 197-222.

Fecha de recepción: 28 de noviembre de 2013

Fecha de aceptación: 5 de mayo de 2014

Correspondencia: mlira@iscac.pt
ana.roso@gmail.com

La política de competencia, crecimiento y globalización

Pablo Martín Urbano y Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez

Departamento de Estructura Económica y Economía del Desarrollo
Universidad Autónoma de Madrid

Este artículo revisa la evolución de algunos aspectos de la política de competencia mediante el análisis de sus principales objetivos e instrumentos y poniéndola en relación con el crecimiento económico, la articulación de la política I+D y el proceso de globalización.

Palabras clave: Política de competencia, política comercial, I+D, crecimiento, globalización

Policy of Competence, Growth and Globalization

The aim of this article is to review the evolution of some crucial aspects in the policy of competence. With this purpose, it analyzes its main goal and instruments, in relation to economic growth, R&D policy and the globalization process.

Keywords: Policy of competence, trade policy, R&D, economic growth, globalization

A política da concorrência, crescimento e globalização

Este artigo visa examinar a evolução de alguns dos aspectos da política da concorrência fazendo uma análise dos seus principais objetivos e instrumentos e fazendo uma relação entre ela e o crescimento econômico, a articulação de uma política de P & D, e o processo de globalização.

Palavras-chave: Política da concorrência, política comercial, pesquisa e desenvolvimento (P & D), crescimento, globalização

Introducción

La política de competencia trata de crear y mantener un sistema de economía de mercado sin comportamientos desleales o restrictivos en un espacio económico determinado. Ello implica establecer, o en su caso restaurar, unas reglas del juego que garanticen un buen funcionamiento de los mercados con una asignación eficiente de los recursos productivos y respetuosas con el excedente del consumidor en términos de precios y calidad de los bienes y servicios. Se asume, por tanto, la mejor eficiencia asignativa de los recursos en una economía de mercado en competencia. Se acepta, también, que la existencia de normas y poderes públicos que garanticen la competencia mejorará los resultados de la asignación del mercado haciendo compatibles persecución individual del beneficio y mejora del bienestar económico.

1. Política de competencia y crecimiento económico

La persecución individual del beneficio es el motor del crecimiento económico, pero es posible que en la búsqueda de ese beneficio propio no se alcance un equilibrio competitivo y que algunos agentes logren una posición de poder en el mercado. Ello puede distorsionar el libre juego de las fuerzas del mercado, por lo que es necesario una política de competencia que garantice el orden competitivo, es decir, que la competencia no sea falseada.

En este sentido, la política de la competencia, al garantizar el respeto de las reglas de juego competitivo, limita ciertamente las posibilidades estratégicas de las empresas, en la medida que les prohíbe llevar a cabo ciertos comportamientos. No obstante, también

les permite actuar en un entorno caracterizado por la seguridad jurídica y económica. Aunque las empresas son vendedoras de sus propios productos, son, a su vez, compradoras de los de otras. En la medida que la política de la competencia garantiza la formación competitiva de los precios, protege tanto a los consumidores como a las empresas mismas de comportamientos anticompetitivos (Perrot, 2003).

En este contexto, no cabe esgrimir la competencia perfecta como competencia óptima. Ello sería una simplificación idílica del mercado, muy superada por la realidad¹. Las empresas tienden a imponerse a sus rivales mediante costes y precios más bajos, y mediante innovaciones que permiten incrementar cuota y poder de mercado. Una política de competencia que tenga por objetivo lograr un riguroso orden competitivo debilitaría a las empresas más eficientes. Existen fuertes economías de escala, costes irrecuperables que dificultan la entrada en el mercado, información asimétrica, aceleración en los procesos de innovación, imperfecciones todas ellas que conducen a la concentración y al otorgamiento de derechos exclusivos, como los derechos de propiedad. Ello sitúa a la política de competencia ante importantes contradicciones derivadas del hecho de que, a mayor concentración, mayor eficiencia económica; sin embargo, la concentración difumina la competencia y disminuye sus ventajas (Faugère, 1999).

La política de competencia y la de crecimiento están especialmente ligadas a través de la innovación. Sobre el particular, se han realizado dos tipos de planteamientos. En primer lugar, se encuentran aquellos basados en los trabajos de Schumpeter (1943), quien, aunque es partidario de la competencia para favorecer

¹ La competencia óptima tampoco es necesariamente la competencia máxima que podría conducir a estrategias predatorias entre los participantes en el mercado (Encaoua & Guesnerie, 2006).

la innovación, cree positiva la existencia de un cierto poder de mercado. Es decir, la existencia misma de mercados muy concentrados e incluso estructuras de monopolio facilita el desarrollo de la innovación, puesto que en ellos la competencia es menor, se preservan mejor las rentas ligadas a la innovación, y se recuperan más fácilmente los costes de la inversión. En ese sentido, la concentración por esta vía contribuye al crecimiento. Siguiendo el argumento, el tamaño de la empresa también tiene efectos positivos sobre la innovación, debido a que, al ser los costes de I+D fijos, la investigación es una actividad de rendimientos crecientes e inciertos. Por ello, resulta más sencillo cubrirlos en las sociedades más grandes².

Otro tipo de trabajos van más allá del planteamiento schumpeteriano (Aghion, Bloom, Blundell, Griffith & Howitt, 2003), incidiendo en que la innovación se desarrolla más fácilmente en los entornos competitivos. Así, las empresas sacrifican beneficios actuales para invertir en innovación esperando que los resultados futuros permitan adquirir o preservar ventajas sobre sus rivales en el mercado. En ese marco, el coste de oportunidad de la no innovación sería muy elevado para los que no investigan. Por esta vía, no solo se da una mejor asignación de los recursos, se logra también ampliar la gama de productos a los consumidores, e incluso seleccionar las empresas más competitivas (Gallini & Trebilcock, 1998; Perrot, 2003).

Los estudios empíricos corroboran la importancia de la rivalidad para la innovación (Blundell, Griffith & Van Reenen, 1995; Griffith, Huergo, Mairesse & Peters, 2006). De igual modo, señalan que la innovación se incrementa con el mayor tamaño de la empresa y que la relación entre intensidad de la competencia

e innovación resulta positiva (Mohnen, Dagenais & Mairesse, 2006). Asimismo, se ha comprobado que las normativas que suponen barreras de entrada a otros competidores en los mercados frenan la difusión de la innovación y alejan a los países de la frontera tecnológica (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2002). En paralelo, los lazos entre política de la competencia e innovación tocan también al tratamiento de la evolución dinámica de los mercados por la política de la competencia: privilegiar el corto plazo, imponiendo «estándares de competencia» muy elevados hoy, puede desanimar la entrada de nuevos actores sobre el mercado (que ven allí menos perspectivas de beneficio) y reducir la intensidad competitiva mañana.

La cuestión de la innovación se pone de la misma manera: estructuras supuestas de mercado para favorecer la innovación hoy pueden muy bien reducir el bienestar mañana, aumentando la concentración y reduciendo las incitaciones a la entrada. En consecuencia, el reto de la política de competencia es asegurar un nivel elevado de rivalidad en el mercado sin comprometer las prácticas comerciales necesarias que permitan alcanzar los niveles de eficacia necesarios (Gallini & Trebilcock, 1998).

2. Restricciones de la política de competencia

En todo caso, el alcance y contenidos de la política de competencia es controvertido, puesto que implica la intervención del Estado en el funcionamiento del mercado, y las consecuencias de dicha intervención no siempre son las esperadas. Al respecto, hay aspectos contradictorios entre las ventajas ligadas al poder del mercado —rendimientos crecientes, retribuciones de las innovaciones— y las desventajas ligadas al poder

² Las patentes y los derechos de propiedad intelectual son expresión de ciertas restricciones a la libre iniciativa privada o a la difusión del conocimiento necesario para favorecer la innovación.

de mercado —distorsión de los precios—. También, aparecen contradicciones con otras políticas como la política comercial, la tecnológica y la de desarrollo regional. En términos dinámicos, la evolución del marco legal de la política de competencia puede no evolucionar en paralelo con una realidad económica aceleradamente cambiante o, incluso, de acuerdo con las nuevas aportaciones de la propia economía.

Tampoco, se puede asumir que las intervenciones producen siempre las consecuencias deseadas (dependiendo del enfoque teórico del que se parta —con mayor o menor participación del estado, más o menos instrumental—, etc.).

3. Principales enfoques de la política de competencia

Son tres los enfoques más influyentes en la política de competencia contemporánea:

3.1. La Escuela Estructuralista de Harvard

La Escuela Estructuralista de Harvard (Mason, 1939; Bain, 1956, 1968) tuvo una gran influencia sobre la política de la competencia americana desde finales de los años treinta hasta los setenta. Este grupo analiza la competencia mediante un enfoque de carácter empírico y descriptivo, basado en hechos observables y en historias de industrias. Para la Escuela de Harvard, que confía en la intervención de los poderes públicos y la política de competencia, toda ventaja de una empresa instalada —independientemente de su naturaleza— que le permita elevar el precio a un nivel sustancialmente superior al nivel competitivo sin inducir por eso la entrada de nuevas empresas constituye una barrera a la entrada. Ello relega la eficiencia económica en el análisis.

La desconfianza en la conducta de las grandes empresas y la voluntad de simplificar radicalmente

las cargas de la prueba que incumben a las autoridades de la competencia, condujeron a la promoción y a la búsqueda de mercados compuestos de pequeñas estructuras atomizadas. Los estructuralistas, dadas unas condiciones básicas exógenas (referidas a la oferta —materias primas, tecnología, economías de escala, sindicación, localización, etc.— y la demanda —elasticidad, sustitutos, crecimiento, estacionalidad, etc.—), ponen énfasis en el control de las estructuras de mercado (número de compradores y vendedores, barreras de entrada, diferenciación de producto, entre otros). Se asume que estas estructuras tienen la capacidad de influir sobre los resultados económicos obtenidos (precio, eficiencia, equidad, calidad, etc.) a corto o medio plazo, mediante su influencia en los comportamientos de las empresas (publicidad, I+D, tácticas legales, fijación de precios, etc.). De ahí, viene la asociación de su paradigma a un triplete bien conocido: Estructuras-Conductas-Resultados (ECR), tomado como una relación causal según el orden de los factores señalados (Sevilla, 1998; Ordóñez, 2008).

Este planteamiento de la política de competencia muy garantista en cuanto al funcionamiento del proceso competitivo aporta mucha seguridad jurídica; sin embargo, a cambio, tiene costes en términos de eficiencia. En esa medida, también, tiene costes de crecimiento económico, aunque es un crecimiento saludable en términos democráticos. Ello lo conecta con la idea de la economía social y de mercado que ha inspirado los estados del bienestar.

3.2. La Escuela de Chicago

La Escuela de Chicago sucede al enfoque estructuralista en los años setenta, y alcanza su mayor apogeo en los ochenta. Su modelo teórico de referencia es el de competencia perfecta, que se entiende como un marco teórico de comparación ideal, puesto

que la competencia perfecta no existe. Fundamenta sus análisis en la elaboración de una teoría general compatible con su perspectiva de la política antimonopolio, desde la confianza en el mercado y el recelo frente a la intervención del Estado. Entiende que es mejor el libre juego del mercado que la política de competencia. Siguiendo los análisis schumpeterianos de la innovación, admite que la rivalidad lleva a las empresas —gracias a la innovación— a posiciones dominantes en el mercado, aunque transitorias. Estas posiciones serán erosionadas por la llegada de nuevos intervinientes en los mercados. Ello se debe a la dinámica de innovación que hace imposible el mantenimiento del monopolio, de manera que este no elimina la competencia.

En este sentido, funciona mejor el mecanismo natural de cuestionamiento del poder de mercado, que cualquier norma del poder político. De hecho, son las intervenciones de los poderes públicos las que llevan a comportamientos y posiciones de dominio perdurables o de privilegio, justamente donde las normas de competencia han de actuar para revertir la situación. La concentración *per se* no es inquietante, sino que responde a una lógica económica de eficiencia, que busca economías de escala y rendimientos crecientes.

En este marco, se define una barrera a la entrada como «un coste de producir (a alguno o cualquier ratio de la producción) que debe ser soportado por una empresa

que busque entrar en la industria pero que no es soportado por las empresas que ya están en la industria» (Stigler, 1968). Cabe anotar que las barreras a la entrada solo están presentes cuando los costes para las empresas que ingresan en el mercado se vuelven más altos que los costes para las empresas existentes (Ordóñez, 2008).

En términos de crecimiento, este planteamiento —más favorable a la dinámica «natural» del mercado— presenta más posibilidades para el logro de una mayor eficiencia económica y la aceleración del crecimiento. Sin embargo, supone mayores riesgos de disociación del interés individual y colectivo. Ello puede acentuar externalidades negativas en el proceso de crecimiento, con las dificultades que entraña la reparación de algunos de sus efectos, especialmente, en los terrenos que comprometen la buena salud de las personas, las instituciones o del entorno³.

3.3. La teoría de los juegos no cooperativos y otras perspectivas

La emergencia de la teoría de los juegos no cooperativos⁴ en estos últimos años, y su contribución al campo de la nueva organización industrial, representan sobre todo un avance metodológico. Ello ha ayudado a superar algunos de los planteamientos anteriores, y ha permitido comprender mejor el comportamiento de empresas y mercados desde la perspectiva de la interacción estratégica. La teoría de juegos ha hecho posible simular los efectos de las fusiones y detectar comportamientos colusivos sobre los mercados.

³ Actualmente, el debate entre la Escuela de Harvard y la Escuela de Chicago está superado a partir del logro de una síntesis bastante generalizada, en el que el paradigma Estructura-Conducta-Resultado sigue siendo útil como herramienta descriptiva (multidireccional, no causal), y el modelo de referencia dominante es el de competencia perfecta. Este sirve para extraer conclusiones contrastando la realidad observada y las predicciones amparadas en el modelo ideal de competencia, lo que permite una mejor consideración de los arbitrajes entre competencia y eficiencia. Sin embargo, no resuelve la contradicción de fondo, pese a que amplía los márgenes de actuación dentro de las estructuras del mercado.

⁴ Se alude al estudio del comportamiento —racionalidad— en situaciones estratégicas que deben considerar la respuesta de otros agentes frente a la propia decisión de actuar, sin posibilidad de negociar o hacer cumplir un contrato —no cooperación—.

Por el contrario, se ha criticado a este enfoque que los estudios pioneros aplicados, no permiten todavía generalizar las regularidades encontradas a cualquier sector o industria (Ordóñez, 2008). En esta dirección, las conclusiones de la nueva economía industrial a menudo dependen de toda una serie de características finas de las situaciones analizadas que las hace poco robustas y que sugieren una variedad de combinaciones posibles, eventualmente sectoriales.

En cuanto a la nueva economía industrial, esta propone, a través de la variedad de sus modelos, una serie de enfoques cruzados sobre la cuestión que es importante sintetizar. Sin embargo, no hay ninguna teoría que permita aprehender de modo sintético la dinámica de la competencia, que mezcla inextricablemente las dimensiones del precio, de la diferenciación de productos, de la construcción de capacidades y de la innovación de productos o de procedimientos y la lógica de la entrada. Además, la indeterminación en la que la antigua economía industrial concluía reaparece, ya sea explícitamente, porque un modelo tiene muchos —incluso infinitos— equilibrios o porque el resultado alcanzado depende de detalles muy finos para ser observados, o bien, porque la superposición de los puntos de vista teóricos que deben ser demandados conduce a una imagen vaga de la situación (Encaoua & Guesnerie, 2006)⁵.

4. Los objetivos de la política de competencia

Los objetivos de la política de competencia, de acuerdo con lo ya señalado, pueden sintetizarse en un objetivo genérico de promoción de la rivalidad en los mercados y de garantía del adecuado funcionamiento del mercado. Este objetivo ha de ser compatible con la maximización del bienestar total definido de forma amplia, incluyendo el excedente del consumidor y el de las empresas, generados ambos como consecuencia de su respectiva participación en el mercado. Tal planteamiento puede resultar favorable para las empresas que tienen mayor capacidad para absorber el excedente generado. Entre otras razones, ello se debe a sus ventajas de información respecto de los poderes públicos o su capacidad de influencia sobre las autoridades de competencia frente a la dispersión de los consumidores. No obstante, es posible lograr mejoras salariales gracias a las mayores rentas oligopolísticas conseguidas en algunas grandes empresas⁶.

Por otra parte, la determinación de un objetivo global de beneficio relacionado con la política de competencia tiene que ver con el horizonte temporal en que se plantee. Así, la consideración del beneficio del consumidor presente —logrado gracias a la competencia— puede tornarse en pérdidas futuras si, como consecuencia de una estrategia empresarial dirigida a

⁵ Desde una perspectiva más instrumental, hay que señalar el interés de las concepciones, que entienden la política de competencia como un medio para el logro del beneficio social, mediante argumentos de eficiencia. Ello plantea la necesidad de conciliar y jerarquizar los objetivos de la política de competencia con el resto de las políticas implicadas en el beneficio social, objetivos que se descomponen en distintos ámbitos de actuación, internos y externos a la propia política, y en instituciones diferentes. Todo ello hace difícil la coordinación a corto plazo; no obstante, a largo plazo, la sincronización de los objetivos e instrumentos es una necesidad que requiere un adecuado conocimiento del entorno y las interacciones de las políticas, internas y externas. De esta manera, todas las políticas, las sectoriales y estructurales, han de variar su planteamiento desde una concepción meramente lineal hacia otra de carácter sistémico, en la que se consideran todas las interacciones tanto con todos los actores e instituciones como con el resto de las políticas. Ello es trascendente para el crecimiento económico, puesto que de esta forma se aportan bases más sólidas. Desde una perspectiva más general, la política de competencia puede plantearse como una garantía de una cierta democracia en materia económica, en la medida que el poder de mercado puede ser contestado.

⁶ Tampoco, conviene olvidar la parte de beneficio, recogida por los fondos de inversión o de pensiones en muchos casos detentadores de la propiedad de grandes compañías, cuyos beneficios se traducen en mejora de las pensiones o de las rentas personales de los partícipes

expulsar a los competidores (mediante precios predatorios por ejemplo), logra una posición dominante en el mercado que reduce la competencia y termina con el tiempo perjudicándoles⁷.

El objetivo de la mejora del bienestar total, que tiene que ver con los costes y precios, puede alcanzarse mejor si las empresas alcanzan una dimensión eficiente para explotar economías de escala y rendimientos crecientes operando con costes más bajos. Tal dimensión, como recuerdan Encaoua y Guesnerie (2006), puede adquirirse de forma natural, especialmente por crecimiento interno. Sin embargo, remite a mayor concentración (aparición de elementos de mono u oligopolio), que puede reducir la competencia y distorsionar los precios neutralizando su función de indicadores de la escasez relativa de los recursos y, en consecuencia, de su uso eficiente. La política de competencia, entonces, ha de fomentar como objetivo la eficacia económica, de modo que se cree un clima propicio para la innovación y el progreso técnico sin matar la competencia⁸.

Además de la maximización del bienestar, la política de competencia plantea en diferentes circunstancias otros objetivos. Así, puede contribuir al objetivo de preservar la libertad económica y, más genéricamente, los derechos individuales y sociales. Todo ello se encuentra en línea con lo expresado sobre la contestación al poder económico y social de las grandes empresas, que puede llegar a desbordar las propias relaciones de mercado e

incluso alterar las reglas del juego en provecho propio. Los poderes públicos en tales situaciones han de proceder a dispersar esa concentración de poder privado, incluso si es a costa de una pérdida de eficiencia (Jaime, 2005). Se trata, ante todo, de proteger la libertad individual de los participantes en el mercado por encima del propio proceso competitivo. Este tampoco puede ser alterado por la existencia de ayudas públicas o subvenciones de los poderes públicos que no estén justificadas por necesidades sociales. En esta dirección, la defensa de los consumidores entra en este ámbito de objetivos ligados a la defensa de la libertad económica individual⁹. Se pretende, pues, garantizar los intereses de los consumidores y que obtengan mayor variedad de bienes y servicios en las mejores condiciones de precio y calidad.

La defensa de la libertad económica individual, también, se manifiesta en la defensa de la pequeña y mediana empresa, que constituye otro objetivo a perseguir por la política de competencia. Este tipo de empresas garantiza la competencia ampliando los participantes en el mercado; además, hace posible la descentralización productiva trabajando para otras empresas de mayor tamaño, y contribuye al crecimiento económico a través de su capacidad de generar empleo y su aportación al PIB, e incluso como cantera de innovaciones. Sin embargo, su mayor debilidad empresarial —en términos de capital, tecnología o

⁷ En algunos casos, como ocurre con la UE, el objetivo general de la maximización del bienestar global se plantea bajo la restricción de respetar la parte de los consumidores, mientras que en otros países —como en los Estados Unidos— el objetivo es la protección del bienestar de los consumidores. Ello puede afectar a los objetivos de redistribución general.

⁸ Esta situación pone de manifiesto la dificultad de definir los objetivos de la política de competencia de forma compatible con los objetivos de otras políticas según se ha visto. Ello ocurre en relación con los objetivos no solo de innovación, sino también de medio ambiente, desarrollo, defensa del empleo, cultura, etc., a partir de lo cual surge la necesidad de afinar la definición y los instrumentos para aplicarla.

⁹ Uno de los pilares básicos en los que se asienta la economía de mercado es el reconocimiento de la autonomía del consumidor, cuyo ejercicio en la práctica significa disponer de información veraz y suficiente sobre los bienes y servicios que vendedores y compradores se intercambian en el mercado. Para ello, elimina las grandes diferencias de información sobre el producto a favor del productor que conoce con mayor profundidad aquello que intercambia.

recursos humanos cualificados...— puede favorecer la aparición de comportamientos abusivos de las grandes empresas y una excesiva concentración en el mercado. La política de competencia ha de proteger a las pymes frente a prácticas discriminantes, coercitivas o similares, que puedan cuestionar la viabilidad de las empresas más débiles. No obstante, tampoco, se debe incurrir en un apoyo artificial a empresas escasamente viables, puesto que podría contradecir la propia política de competencia¹⁰.

La política de competencia igualmente se plantea como objetivo el logro de unas estructuras competitivas que favorezcan el progreso tecnológico y el crecimiento económico. Un mercado competitivo induce a las empresas a satisfacer más ajustadamente los deseos de los consumidores en variedad, precio y calidad, so pena de la pérdida de posiciones e ingresos en el mercado, del cual podrían llegar a ser expulsadas. En esa medida, para atender esa demanda se precisa una mejor asignación de los recursos, así como más innovación y desarrollo tecnológico.

Las políticas de competencia además de facilitar el acceso al mercado y limitar las distorsiones, incrementan la seguridad jurídica de los inversores. Para ello, se otorgan derechos de propiedad que protegen

de la copia y permiten una explotación compensadora del producto. De este modo, favorecen una mejor financiación del esfuerzo innovador y el empresario disminuye sus costos de innovación y desarrollo tecnológico. Tal operación le permite, además, distanciar a sus competidores, ganar cuota de mercado y evitar el riesgo de quedar fuera del mercado. La competencia, pues, alienta la innovación entre los empresarios y estimula una reinversión continua de los beneficios en tecnología, por lo que se erige como un factor positivo para el crecimiento económico, siempre y cuando los derechos de propiedad se sitúen en un punto en el que no se conviertan en un desincentivo a innovar, retardando la difusión y favoreciendo la obsolescencia. Por su parte, el monopolio, aunque *ex ante*, también puede estimular la innovación. No obstante, presenta escasos incentivos para mantener *ex post* la continuidad del esfuerzo, por lo que puede llegar a ser un freno para el crecimiento¹¹.

Otros objetivos de la política económica pueden encontrar en la política de competencia un medio eficaz para alcanzar resultados positivos. En este sentido, esta última puede contribuir a mejorar el mal tratamiento de las externalidades por los mecanismos de mercado espontáneos. Cabe anotar que este último, solo, no internaliza adecuadamente los efec-

¹⁰ En cualquier caso, la supervivencia de las pyme también depende de otras políticas que cuenten con instrumentos más adecuados para favorecerlas, de modo que mejoren su financiación, la cualificación de sus recursos humanos, su potencial innovador, etc.

¹¹ La política de competencia en determinados casos, como ocurre en el proceso de integración europeo, tiene por objetivo promover la armonización, coherencia y compatibilidad de las políticas nacionales de competencia. En este sentido, la política de competencia resulta fundamental para la realización del mercado interior, en el que las empresas puedan competir en igualdad de condiciones en el mercado de cualquier Estado miembro. Asimismo, es necesaria para impedir que las empresas o las autoridades nacionales puedan ejercer prácticas y conductas anticompetitivas que redunden negativamente en los consumidores finales (Comisión Europea, 2004). Los fundamentos jurídicos esenciales de la política de competencia de la UE para el comportamiento del sector público se recogen en los artículos 14, 37, 59, 93, 106, 107, 108, 114 y 345 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), el Protocolo 26 y el artículo 36 de la Carta de los Derechos Fundamentales, así como en los Reglamentos 800/2008, la Comunicación DO C 216 de 30.7.2013, (p. 1) para las ayudas de Estado y la Directiva 2006/111/CE, la Decisión de la Comisión DO L 7 de 11.1.2012, (p. 3) y las Comunicaciones DO C 8 de 11.1.2012 (p. 14), y DO C 8 de 11.1.2012, (p. 15) para los servicios públicos, servicios de interés general y servicios de interés económico general. Para el comportamiento de las empresas, los fundamentos se encuentran en los artículos 101 a 109 del TFUE

tos externos generados por su actividad. Es sabido que las estructuras menos competitivas pueden ser más eficientes a la hora de preservar determinados bienes medioambientales, debido a que las pequeñas empresas internalizan menos las externalidades impulsadas por la mayor rivalidad en el mercado. Si esto es así para determinados bienes colectivos, la política de competencia tendría que establecer la estructura de mercado, el tamaño de las empresas y la titularidad de la explotación que mejor salvaguarden los intereses colectivos derivados de la existencia de tales bienes públicos por preservar (Crampes, 2005). Al respecto, los poderes públicos pueden, bajo ciertas condiciones, acordar para el logro de un objetivo medioambiental derechos exclusivos o bien fórmulas que combinen la intervención pública y mecanismos concurrenciales, como la creación de mercados de derechos.

Asimismo, la política de competencia está implicada en el comercio internacional en relación con el medio ambiente, de modo que puede alterar las condiciones de los intercambios internacionales, lo que introduce la cuestión del *dumping* ambiental¹². El análisis de las relaciones entre competitividad y políticas ambientales ha de ser muy matizado y no puede conducir a revisar a la baja las ambiciones ambientales generales. A falta de una armonización internacional de las políticas medioambientales para una protección eficiente —especialmente, en el caso de gases de efecto invernadero—, la política económica puede verse confrontada con una contradicción entre los objetivos ambientales y la competitividad. A partir de ello, se asume la necesidad de establecer no solo ecotasas, sino también derechos arancelarios o subvenciones de ajuste en frontera (Bureau & Mougeot, 2004), aunque no está clara su eficacia¹³.

y en el Protocolo 27 así como en los Reglamentos 1/2003, 773/2004 y 622/2008 para la prohibición total de los acuerdos contrarios a la competencia y el abuso de posición dominante; y el Reglamento 139/2004 para el control de las concentraciones que sean susceptibles de obstaculizar de forma significativa la competencia efectiva en el mercado común o en una parte sustancial del mismo, en particular, como consecuencia de la creación o refuerzo de una posición dominante. La concentración de empresas puede permitir al ente resultante ejercer poder de mercado o, en general, restringir la competencia y degradar el bienestar del consumidor. No obstante, las concentraciones también pueden incrementar la eficiencia de las empresas, fortalecer su competitividad y ahorrar costes. De este modo, es posible favorecer a los consumidores, quienes pueden disponer de mejores precios, mayor calidad y diversidad. Las medidas de protección a los consumidores, en ese contexto, son básicas y se fundamentan en lo esencial en el artículo 169 del TFUE y la Directiva 2001/95/CEE para los derechos generales de los consumidores.

¹² Otros aspectos comerciales se tratan en el epígrafe 6.

¹³ La competencia desigual, como consecuencia de las restricciones ambientales, puede igualmente llevar a las empresas de los países más desarrollados a recurrir a las deslocalizaciones favorecidas por las condiciones internas más exigentes ya sean fiscales, laborales, etc., lo que teóricamente arrastraría a una reducción de la protección ambiental general frente a las emisiones. Consecuentemente, los conflictos que nacerán de estas desigualdades deberían ser tratados al nivel de la Organización Mundial del Comercio. Dentro de ese marco, es necesaria —a partir de la propia OMC u otro nivel multilateral— la progresiva implantación de un sistema internacional de defensa de la competencia o bien la progresiva armonización de las políticas nacionales o, cuando menos, el establecimiento de algunos mecanismos para hacer efectiva la aplicación de las normas existentes. En cuanto al respeto de las reglas de competencia, la internalización de los daños medioambientales puede pasar por la creación de nuevos mercados o de nuevas instituciones. Estos mercados e instituciones son susceptibles de ser desviados hacia fines privados, pero los principios habituales de regulación (sectorial o de derecho común) pueden serles aplicados. En cambio, cuando no existe mercado ni institución, haría falta que las autoridades de control de la competencia suavizaran algunas de sus reglas habituales, por ejemplo, las que definen el mercado pertinente, siempre demasiado estrecho si no se tiene en cuenta también los daños medioambientales. En la medida que *internalizar* quiere decir «resolver en común», haría falta más benevolencia para desempatar las ententes prohibidas y las ententes autorizadas, sin caer no obstante en la ingenuidad de creer que las ententes con finalidad medioambiental no pueden servir para la explotación abusiva de un poder de mercado colectivo (Crampes, 2005).

Otro objetivo para el que puede servir la política de competencia es el control de la inflación. La inflación puede deberse a la insuficiencia de la competencia sobre el mercado de los bienes y los servicios y en la distribución, con la aparición de rentas de monopolio —que responden a una mayor concentración de los mercados como consecuencia de las fusiones, absorciones etc.—, que reducen el grado de confrontación entre las compañías. Desde una perspectiva exterior, la inflación puede ser producto de mayor proteccionismo frente a la competencia entre países, especialmente en el campo de los servicios, en el que los componentes idiosincráticos y culturales reducen la competencia.

En general, la definición de objetivos de las políticas de competencia se plantea desde una perspectiva de gobiernos benévolos que están a la búsqueda del bienestar general y el interés común. Sin embargo, se obvia la posibilidad de que los poderes públicos puedan ser capturados por intereses privados específicos, y que tomen sus decisiones a favor estos últimos. La cuestión es trascendente en la medida que las políticas de competencia pueden modificarse en función de otros objetivos de política de I+D, de desarrollo medioambiental, etc., de modo que se pueden admitir, entre otras, ayudas de Estado o subvenciones, y fórmulas de concentración para alcanzarlos¹⁴.

5. Los instrumentos de la política de competencia

La política de competencia ha de dotarse de los instrumentos necesarios para alcanzar los objetivos establecidos. En este contexto general, la política de competencia incluiría la defensa de la competencia, las iniciativas liberalizadoras del mercado (desregulaciones y privatizaciones), política de inversión extranjera y subsidios, a los que cabría añadir los acuerdos regionales e internacionales. La instauración de un sistema legal de defensa de la competencia también comporta los siguientes puntos:

- Las prohibiciones de determinados comportamientos restrictivos de la competencia (generalmente, la colusión entre empresas expresa o tácita, el abuso de posición dominante y competencia desleal).
- Las autorizaciones expresas o, en su caso, tácitas, que implican el sometimiento al control de ciertas conductas restrictivas de la competencia, aceptadas debido a que sus beneficios para la colectividad superan los costes incurridos con la reducción de la confrontación en el mercado. En este marco, se incluyen las operaciones de concentración de empresas (ofertas públicas de adquisición, tomas de participación mayoritaria, empresas de participación o control conjunto, fusiones, absorciones, creación de nuevas empresas mixtas) y de las ayudas públicas otorgadas a las empresas (determinación de cuáles —sectoriales, regionales, horizontales,

¹⁴ Estas intervenciones se justifican en función de fallos de mercado que legitiman la intervención pública, pero también pueden otorgarse en función de motivaciones proteccionistas relacionadas con la defensa de los campeones nacionales. Con ello, se hace referencia a grandes empresas o grupos nacionales, incluso, supranacionales, que frente al crecimiento del tamaño del mercado generado por la globalización puedan beneficiarse, entre otros, de las economías de escala o la diversificación de riesgos. Ello distorsiona la competencia desde una posición de cierto nacionalismo económico. Asimismo, las ayudas pueden ser el resultado de la acción de los grupos de presión, de objetivos electorales o una lógica propia de la administración que aleje las decisiones de las autoridades del interés colectivo, lo que igualmente altera la competencia (Bureau & Mougeot, 2004).

sociales—, en qué circunstancias —áreas objetivo— y tiempo se debe fijar umbrales a partir de los cuales las ayudas son compatibles con las normas de competencia —regla de *minimis*—).

- El establecimiento de medidas cautelares de oficio o a instancia de parte (órdenes de cesación provisional de ciertas prácticas, establecimiento de condiciones para no dañar la competencia, fijación de fianzas) frente a posibles conductas anticompetitivas que aseguran la eficacia de una posterior resolución.
- Los programas de «clemencia» permiten detectar, terminar y reprimir más fácilmente las ententes, especialmente, los cárteles (colusión explícita para determinar precios, cuotas de producción o de venta, el reparto de mercados, incluidas las pujas fraudulentas, o la restricción de las importaciones o las exportaciones). Se opera mediante un tratamiento favorable (la exención o reducción de multas) —en determinados supuestos— a los integrantes del cartel en contrapartida con la colaboración en la detección del mismo. Ello es así siempre que no hayan sido sus instigadores, y decidan colaborar con la autoridad de competencia aportando elementos que ayuden a probar la infracción. Se trata de una aplicación del dilema del prisionero que, mediante una cláusula de inmunidad, lleva a los miembros del cartel a separarse de la solución cooperativa.
- La determinación de sanciones disuasorias para los infractores.
- La efectiva aplicación de dichas reglas por una autoridad administrativa o judicial.

La política de competencia permite operar un control *ex ante* sobre las estructuras de mercado o las relaciones contractuales, y un control *ex post* sobre los

comportamientos de las empresas. En el primer caso, en control previo, trata de identificar todos aquellos comportamientos que puedan tener efectos sobre las condiciones de competencia del mercado. El control *ex post*, en la medida que es un control posterior, permite a los agentes económicos actuar, y es posible intervenir si se distorsiona la competencia.

Esos controles son sometidos igualmente al delicado arbitraje entre la búsqueda de la mayor seguridad jurídica que procuran las reglas de interdicción en sí —denominadas *per se*— y de una mayor eficacia permitida por la aplicación de las reglas denominadas *de razón*, que permiten un examen caso por caso, con la inevitable incertidumbre que ello implica. Las reglas dichas *per se*, en situaciones de incertidumbre o de escasos recursos para individualizar las decisiones, permiten una mayor optimización de los resultados. En esa medida, también, hacen posible mayor nivel de acierto en sus conclusiones, puesto que se establece una conducta (competencia perfecta) y toda desviación de la misma es sospechosa de ir contra la competencia. No obstante, esa vía puede ser excesivamente tajante y acabar con conductas eficientes que no dañan al mercado (ejemplo el aprovechamiento conjunto de recursos y tecnología). Las reglas dichas *de razón* inciden en la importancia de las circunstancias para evaluar las conductas. Ello supone valorar uno a uno los casos en los que surge la necesidad de medios (económicos y humanos) suficientes para enfrentar el proceso (gastos de investigación y administración) que por otra parte se apoya en hechos pasados que no garantizan necesariamente los comportamientos futuros.

La política óptima debe utilizar lo mejor posible la articulación entre reglas *per se* y *de razón*. Una posición ecléctica útil abogaría por reglas que permitan una mayor individualización de los casos particulares,

de modo que se reduzca el volumen de errores de aplicación de las normas sin incrementar excesivamente los costes de regulación e investigación. Ahora bien, disponer de una ley y una autoridad nacional no son por sí mismos mecanismos suficientes para garantizar una aplicación efectiva de las normas de competencia, debido a que lo importante es la efectividad con que la autoridad encargada aplica la ley, lo que remite al diseño de las instituciones y los medios puestos a su disposición.

6. Globalización y política de competencia

Una característica de las políticas de competencia es su carácter nacional y, en algunos casos —como en la UE—, supranacional, al ser el mercado común el soporte básico del proceso de integración. Sin embargo, desde las últimas décadas del siglo XX y especialmente desde mediados de la década de 1990, asistimos a profundos cambios en el escenario económico mundial. Estos han significado una clara pérdida de influencia de los Estados nacionales, que han abierto las economías y acentuado su interrelación, de manera que las relaciones económicas se han tornado globales¹⁵.

En el nuevo entorno global, los Estados ya no son el actor principal y deben compartir protagonismo con otros muchos actores: los organismos económicos internacionales, terceros Estados, entes subestatales, multitud de acuerdos regionales, operadores del mercado —ya sean multinacionales o pymes—, ONG e individuos (Fernández Rozas, 2010). Los cambios tecnológicos han permitido la descentralización y deslocalización productiva, la globalización de las

cadena de valor, la emergencia de nuevos soportes para la comunicación y el comercio como Internet, las transformaciones en la logística y los transportes, las fusiones y adquisiciones de empresas o, entre otros, el desarrollo de la producción inmaterial y virtual (visible en las finanzas o en los derechos de la propiedad intelectual). Sin embargo, también, han reducido el campo de juego nacional. Frente al menor poder de los Estados nacionales, el resto de los actores —entre ellos, los privados y muy especialmente las empresas multinacionales— han incrementado su capacidad de influencia ante la insuficiencia de la regulación del mercado mundial. De esta manera, la política económica se resiente en su eficacia; y, de su mano, la capacidad de defensa de los intereses nacionales por los Estados.

No obstante, el control de la competencia es fundamental para organizar y ordenar un mercado mundial muy articulado sobre la base del libre mercado. Esta ha de garantizar unas mínimas condiciones de igualdad, tanto a escala global como dentro de los propios Estados. De este modo, no solo se evita obstaculizar los flujos comerciales internacionales, o encauzar y resolver los conflictos que pudieran producirse a este nivel, sino también la desestabilización en los equilibrios internos nacionales con efectos sobre las empresas domésticas y el bienestar de las familias. Las estrategias comerciales e industriales —especialmente en las empresas transnacionales—, que razonan según una lógica global, pueden colisionar con las políticas de competencia nacional, al igual que determinadas prácticas al interior de los Estados pueden afectar las estrategias de las compañías foráneas.

¹⁵ La mayor interdependencia proviene justamente del movimiento crecientemente acelerado de integración de las economías impulsada por la libre circulación de bienes, servicios, capitales, tecnologías y personas, en el que los marcos reguladores nacionales se han visto superados frente al fenómeno de la transnacionalidad de las relaciones económicas internacionales.

En este sentido, en los últimos años, han proliferado en todo el mundo normas de distinto calado en el ámbito de la competencia. Inicialmente, estuvieron limitadas a los llamados *países industrializados*, miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Después, se han extendido al resto de las grandes regiones económicas mundiales. Antes de 1980, se identificaron 34 leyes nacionales de competencia, 24 en los países industrializados de la OCDE (Idot, 2002). Hoy en día, hay 110 países que han adoptado este tipo de legislación y su número va en aumento cada año. La acción de los organismos internacionales y la cooperación interestatal enfrentan el reto de la globalización mediante una colaboración cada vez más estrecha. Ello se lleva a cabo con el fin de acercar las normas y, por lo tanto, reducir la carga normativa relacionada con la revisión de las prácticas en varios países, así como promover un análisis de la competencia centrado en la eficiencia. A través de foros internacionales como la OCDE, la Red Internacional de Competencia, el control de la Red Internacional del Control y Protección de los Consumidor (RICPC) y redes regionales de la competencia, las autoridades de competencia tienden a una convergencia gradual de los regímenes que regulan la competencia (Bureau de la Concurrence, 2013).

Ahora bien, los procesos de aproximación de las legislaciones no están suponiendo la construcción de una regulación en la dirección más exigente de las normas nacionales que conforman la política de competencia. La cantidad de actores en presencia y la diversidad de intereses han facilitado el desarrollo

de normas muy básicas. Estas son producto de una armonización de mínimos, muy cercana a la dinámica propia del mercado cuando toma como base las normas estatales; o muy concreta, adaptada por el sector privado para el arbitraje de conflictos entre empresas privadas. Ello deja a la autorregulación amplios márgenes para el funcionamiento de los mercados globales. En este marco, los actores más fuertes de la globalización, las multinacionales robustecidas por los procesos de fusión y concentración, encuentran un vasto campo de juego en el cual pueden desarrollar toda su capacidad de maniobra y ejercer su posición dominante, lo que finalmente puede volverse contra la competencia.

Por su parte, las organizaciones internacionales directamente vinculadas al comercio, también, han procurado mejorar las reglas del comercio internacional, lo que afecta directamente a la competencia¹⁶. Así, el sistema GATT-OMC impulsa reglas de comercio internacional, limitando el uso de acuerdos bilaterales y promoviendo el multilateralismo. Una de sus reglas básicas supone aplicar «la cláusula de nación más favorecida», así como el libre cambio, que implica eliminar las restricciones cuantitativas y prohíbe el *dumping*. Todo ello, de ser respetado, conduce a no falsear la competencia, a pesar de que los acuerdos prevén múltiples excepciones y dejan al margen del sistema a las empresas, actores básicos en la globalización. Ciertamente, algunas disposiciones del GATT se refieren a los comportamientos de las empresas. Es más, los acuerdos de la OMC multiplican las referencias a las prácticas privadas anticompetitivas. Sin embargo, las atribuciones de la OMC en materia de competencia

¹⁶ Entre ellas, se incluye el Fondo Monetario Internacional, a quien corresponde garantizar la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional a través de préstamos a los países que tienen un déficit significativo en su balanza de pagos por cuenta corriente y que están luchando para hacer frente al pago de su comercio o su deuda. También, le cabe la supervisión de la política económica de los Estados miembros. Ambas funciones afectan a la política de competencia.

siguen siendo, sino inexistentes, al menos, muy limitadas¹⁷ (Siroën, 1997).

En cuanto a la Unctad, desde su preocupación por la promoción del desarrollo y el comercio, en relación con las políticas de competencia, negoció durante los años 70 un instrumento multilateral. Este contiene los principios relacionados con el control de las prácticas comerciales restrictivas (PCR) adoptadas por la Asamblea de Naciones Unidas (Resolución 35/63 de 5 diciembre de 1980) como Conjunto de Principios y Normas Equitativas Convenidas Multilateralmente en el marco de las Naciones Unidas para el Control de las Prácticas Comerciales Restrictivas.

Estos principios se dirigen a las empresas prohibiéndoles las prácticas anticompetitivas. En el caso de los Estados y grupos regionales, se les recomienda adoptar una ley de competencia; y a las organizaciones internacionales se les invita a promover la competencia, en especial en los países en desarrollo a los que se debe dar un tratamiento preferencial o diferencial en su favor. Las empresas deben cumplir con las leyes de competencia de los países en los que operan y quedan prohibidas, en principio, las prácticas contrarias a la competencia. Tal es el caso de los acuerdos de cártel, las ententes verticales cuando constituyen un abuso de posición dominante, y las fusiones y adquisiciones si tienen efectos contrarios a la competencia (Brusick, 2007). Aunque los principios

contenidos en el «Conjunto» son todavía totalmente válidos y se trata de recomendaciones adoptadas en forma unánime mediante una resolución de la Asamblea General, no constituyen aún un instrumento de cumplimiento obligatorio; su observación es voluntaria¹⁸.

En todo caso, la creciente cooperación interestatal¹⁹, que manifiesta la buena disposición de los países para enfrentar los problemas de competencia, se hace presente en la multiplicación del número de acuerdos, tanto bilaterales como regionales, subregionales y multilaterales e incluso mecanismos de cooperación informal como redes, foros de discusión o grupos de trabajo (UNCTAD, 2013). Si bien se ha permitido la mejora de la aplicación interna de las políticas de competencia —especialmente, en los países en desarrollo, en los que existía escasa experiencia y medios materiales para ejecutarla—, no se ha obtenido los mismos resultados a la hora de enfrentar las prácticas anticompetitivas transfronterizas, particularmente en el campo de las fusiones-adquisiciones y de las ententes. Estas pueden dar lugar a abuso de posición dominante, así como tener efectos anticompetitivos especialmente en los países más débiles, desbordados ante el poder de las empresas resultantes y sus conductas.

El gran número de fusiones, adquisiciones y alianzas, que han promovido estructuras de mercado concentradas, ponen a menudo en cuestión el carácter

¹⁷ Si en algunos casos (excepcionales) los textos mencionan las prácticas privadas anticompetitivas, los interlocutores son los Estados (Partes contratantes del GATT y los miembros en la OMC). Ellos solo pueden ser castigados si están involucrados en prácticas restrictivas, lo que es generalmente muy difícil de probar. Por otra parte, el crecimiento en el número de países miembros de la OMC —muy diversos en sus situaciones específicas y el consenso multilateral como vía de acuerdo— tampoco favorece los avances (Siroën, 1997).

¹⁸ En la Reunión Ministerial de la OMC en Singapur (diciembre de 1996), los países en desarrollo trabajaron para conseguir que —junto a los Grupos de Trabajo sobre Inversión y Competencia creados a escala de la OMC— la UNCTAD y otras organizaciones velaran por garantizar la toma en consideración de los aspectos de desarrollo explorando las posibilidades de un acuerdo respetuoso con la «dimensión de desarrollo» en favor de los países en desarrollo (Brusick, 2007).

¹⁹ La mayor cooperación no impide que, a pesar de los avances, emerjan sistemas «no cooperativos» (en el sentido de la teoría de juegos), en los que caben situaciones de «dilema del prisionero». Con ello, se hace referencia a casos en los que cada nación, dentro de sus posibilidades, conturnea los acuerdos de liberalización con una aplicación menos exigente y más discriminatoria del derecho de la competencia (Siroën, 1997).

compartido de los beneficios del comercio. La globalización económica plantea dudas sobre la capacidad de los Estados de mantener políticas nacionales efectivas de competencia frente a conductas anticompetitivas fruto de la gran concentración en empresas. Además, faltan instancias internacionales para supervisar y ordenar esos procesos a escala global. Las empresas que no responden a interés colectivo alguno encuentran en la globalización un terreno abonado para maximizar sus beneficios. Los organismos internacionales no disponen de facultades apropiadas frente a los excesos, más allá de recomendaciones específicas sin valor vinculante. De ese modo, corresponde al derecho internacional privado aportar normas y solucionar controversias que tengan lugar en el mercado mundial, a partir de medidas técnicas apropiadas para los operadores en presencia, aunque su gran debilidad radica en su déficit democrático.

Sin embargo, como señala Siroën (1997), las políticas de competencia no están completamente indefensas ante la internacionalización de las empresas y las prácticas anticompetitivas. Los Estados pueden extender extraterritorialmente sus competencias contra prácticas anticoncurrenciales fuera de su territorio si estas pueden afectarles internamente; no obstante, en la práctica,

no es fácil aplicarlo por la dificultad de acceder a la información necesaria. Además, el poder coercitivo de los Estados es muy variable y depende del grado de presencia local de las empresas. También, poseen las políticas industriales y comerciales para intervenir en los mercados. Sin embargo, todos estos canales nacionales siguen siendo insuficientes y limitados, especialmente si se considera que las cuestiones extraterritoriales tienen un carácter destabilizador de las relaciones internacionales (Siroën, 1997). Hacen falta, pues, políticas de competencia mundiales que se apliquen a los mercados globales y a las empresas internacionales por órganos supranacionales, de acuerdo con los principios de subsidiariedad y cohesión. Además, es necesario que estas sean coherentes con los objetivos de bienestar de la humanidad expresados en la Declaración Universal de Derechos Humanos. La OMC y la UNCTAD habrían de tener un extraordinario papel en esta nueva gobernanza, muy positiva si se adoptan obligaciones multilaterales de carácter vinculante respetuosas con el desarrollo²⁰. Ello es necesario y urgente para que otras iniciativas de parte —casi mundiales como el futuro mercado común euroatlántico—, en rápida construcción y con sus propias reglas de competencia, consideren e integren otras situaciones en función de una competencia global no solo leal sino también equitativa²¹.

²⁰ La OMC no ha sido muy activa en esta dirección. No obstante, ya en el informe anual de 1997 (OMC, 1997), en el que se dedica un capítulo entero a la interacción entre política comercial y política de competencia, reclamaba «tener en cuenta la situación especial de los países en desarrollo». El grupo de trabajo creado en 1996 en la Conferencia Ministerial de Singapur sobre la Interacción entre Comercio y Política de Competencia no ha producido avances en la organización. De hecho, en agosto de 2004, el Consejo General de la OMC excluyó a la política de competencia de la Ronda de Doha, dejando inactivo el grupo de trabajo (OMC, 2014).

²¹ El éxito de la política de competencia de la UE ha hecho de ella un elemento de referencia para exportarla no solo a otros proyectos regionales de integración, sino para soluciones a escala global. Ello se debe a la filosofía económica subyacente al proyecto europeo de integración por los mercados, que esencialmente es el mismo de la globalización y al que sirve la propia política de competencia cuyo objetivo último es mejorar la eficiencia del mercado europeo. Por otro lado, la política de competencia europea ha ido evolucionando en los últimos años hacia el modelo norteamericano desde los presupuestos iniciales del ordoliberalismo alemán. En ese marco, desde 1991, se ha establecido un acuerdo bilateral con EE.UU. para cooperar en este ámbito; el mismo, en 1998, fue revisado para mejorar los procedimientos y objetivos (Buch-Hansen & Wigger, 2009). Ello significa que las dos áreas económicas más importantes del mundo acercan sus reglas de competencia, a la vez, que avanzan las negociaciones para establecer un mercado euroatlántico. De esta manera, desde la óptica mundial, emergen unas pautas de competencia claramente predominantes no solo por la amplitud del bloque económico euroatlántico, sino también por su importancia en el comercio mundial.

7. Conclusiones

La política de competencia, que tuvo reacciones pendulares en sus primeros desarrollos, ha ido evolucionando mediante la incorporación de nuevos planteamientos, para hacerse más ecléctica en sus fundamentos y más convergente en su aplicación práctica. Ello es especialmente visible en la determinación de sus objetivos e instrumentos. La amplitud de los objetivos y la variedad de los instrumentos no puede ocultar las crecientes dificultades para el logro de una competencia leal en un mundo ya globalizado. En este contexto, los marcos nacionales resultan insuficientes para evitar los obstáculos de la competencia frente a la sofisticación de las estrategias empresariales, y la complejidad propiciada por el creciente número de actores implicados en las relaciones económicas internacionales.

Frente a este panorama, se están produciendo positivos avances en las regulaciones internas de la competencia, especialmente por parte de los países en desarrollo en los que eran mayores los déficits. No obstante, eso no resuelve las asimetrías e inequidades a escala internacional entre los países y bloques económicos.

Las grandes áreas económicas siguen aproximando sus mercados, de manera acelerada EE.UU. y UE. Dado su tamaño e influencia comercial, ello marcará los futuros contenidos de la política de competencia en el mercado global, sobre la base de sus propias realidades. La OMC y la UNCTAD han visto bloqueados sus esfuerzos para introducir la dimensión del desarrollo en la relación internacional en términos de comercio y competencia. Quizás, los tiempos de cambio que se viven tras la crisis o el desarrollo de G20 den una oportunidad al debate, por otra parte, necesario y urgente.

Referencias bibliográficas

- Aghion, Ph., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith & P. Howitt (2003). Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship. *Harvard*. Recuperado el 22 de enero de 2014, de <http://post.economics.harvard.edu/faculty/aghion/aghion.html>
- Bain, J.S. (1956). *Barriers to new competition*. Cambridge: Harvard University Press.
- Bain, J.S. (1968). *Industrial organization* (2ª ed.). New York: Wiley.
- Blundell, R., R. Griffith & J. Van Reenen. (1995). Dynamic Count Data Models of Technological Innovation, *Economic Journal*, 105, 333-344.
- Brusick, P. (2007). Le code des Nations Unies sur la concurrence. *PRB International*. Recuperado el 22 de enero de 2014, de www.prbrusick.org
- Bureau, D. & M. Mougeot (2004). *Politiques environnementales et compétitivité*. Les Rapports du Conseil d'Analyse Economique 54. París: La Documentation française.
- Bureau de la Concurrence (2013). Le droit de la concurrence à l'heure de la mondialisation et de l'innovation - Perspective canadienne. *Bureau de la Concurrence - Gouvernement du Canada*. Recuperado el 17 de diciembre de 2013, de <http://www.bureaudelaconcurrence.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/fra/03631.html#footnote1b>
- Buch-Hansen, H. & A. Wigger (2009). Revisiting 50 years of market-making: the neoliberal transformation of European competition policy. *Review of International Political Economy*, 17 (1), 20-44.
- Comisión Europea (2004). *Comunicación de la Comisión. Una política de competencia proactiva para una Europa competitiva*. Bruselas: Comisión Europea, COM 293 final.
- Crampes, C. (2005). *Économie, environnement et concurrence*. *Minefe.gouv*. Recuperado el 12 de septiembre de 2013, de http://www.minefe.gouv.fr/fonds_documentaire/dgccrf/02_actualite/ateliers_concu/environnement5.pdf

- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer (2002). The regulation of entry. *Quarterly Journal of Economics*, 117, 1-37.
- Encaoua, D. & R. Guesnerie (2006). Politiques de la concurrence. *Rapport 60*. París: Conseil d'Analyse Économique, La Documentation française.
- Faugère, J.P. (1999). Économie européenne. París: Presses de Sciences Po et Dalloz.
- Fernández Rozas, J.C. (2010). El Derecho económico internacional de la globalización. *Guerra y Paz (1945-2009). Obra homenaje al Dr. Torres Bernárdez* (pp. 197-236). Bilbao: Servicio Editorial de la Universidad del País Vasco.
- Gallini, N.T. & M.J. Trebilcock (1998). Les droits de propriété intellectuelle : Cadre d'analyse des questions économiques et juridiques. En D.R. Anderson y N.T. Gallini (eds.), *La politique de concurrence et les droits de propriété intellectuelle dans l'économie du savoir*. Calgari: University of Calgari Press.
- Griffith, R., H. Huergo, J. Mairesse & B. Peters (2006). *Innovation and Productivity across Four European Countries*. NBER Working Paper 12722.
- Idot, L. (2002). Mondialisation, liberté et régulation de la concurrence. Le contrôle des concentrations. *Revue internationale de droit économique*, 2002/2-3 (t. XVI), 175-205.
- Jaime, V. (2005). La política comunitaria de la competencia. En J.M. Jordán (coord.), *Economía de la Unión Europea* (pp. 263-277). Cizur Menor, Navarra: Thomson-Civitas.
- Mason, E. (1939). Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise. *American Economic Review*, 29(1), 61-74.
- Mohnen, P., M. Dagenais & J. Mairesse (2006). *Innovativity: A Comparison Across Seven European Countries*. Scientific Series. Quebec: Centre Interuniversitaire de Recherche en Analyse des Organisations.
- Ordóñez, J.M. (2008). *Aspectos económicos del funcionamiento competitivo de los mercados*, vol. I. Sevilla: Agencia de Defensa de la Competencia Consejería de Economía y Hacienda, Junta de Andalucía.
- Organización Mundial del Comercio (1997). *Informe Anual 1997, Capítulo especial: El Comercio y la Política de Competencia*, vol. I. Ginebra: Organización Mundial del Comercio.
- Organización Mundial del Comercio (2014). Grupo de Trabajo sobre la Interacción entre Comercio y Política de Competencia (WGTCPC) - Historia, mandatos y decisiones. *Política de Competencia: Historia*. Recuperado el 3 de febrero de 2014, de http://www.wto.org/spanish/tratop_s/comp_s/history_s.htm
- Perrot, A. (2003). La politique de la concurrence contribut-elle à la croissance économique ? Une analyse à partir des cas américains et européens. *Economie Publique*, 12-2003/1, 25-38.
- Schumpeter, J. (1943). *Capitalism, Socialism and Democracy*. Londres: Allen Unwin.
- Sevilla, M. (1998). Política de Defensa de la Competencia. En M. Sevilla (coord.), *Política económica. Políticas instrumentales y sectoriales* (pp. 337-364). Alicante: Publicaciones de la Universidad de Alicante.
- Siroën, J.M. (1997). *Choix de la politique commerciale dans le cas de la concurrence imparfaite*. París: Commissariat General du Plan.
- Stigler, G. (1968). *The organization of the industry*. Chicago: University of Chicago Press.
- UNCTAD (2013). Modalités et procédures de coopération internationale dans les affaires de concurrence qui concernent plus d'un pays, TD/B/C.I/CLP/21. Ginebra, 26 de abril.

Fecha de recepción: 20 de febrero de 2014

Fecha de aceptación: 5 de julio de 2014

Correspondencia: pablo.urbano@uam.es

juanignacio.sanchez@uam.es

Juan Carlos Ames Santillán

Es licenciado en Administración y egresado de la Maestría en Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Asimismo, ha obtenido el Diploma en Proyectos de Inversión Pública por la Universidad Nacional de Ingeniería. Ha ocupado cargos directivos en el área financiera en empresas de los sectores pesquero, farmacéutico, comercial, servicios financieros y consultoría. Se ha desempeñado como jefe de coordinación administrativa, economista y presidente del Comité de Colocaciones del Fondo de Inversión en Telecomunicaciones (FITEL), fondo adscrito al Ministerio de Transportes y Comunicaciones. En el ámbito académico, se dedica a la docencia universitaria en cursos del área de finanzas. En la actualidad, es asesor financiero para la concesión de proyectos hidroenergéticos y de carreteras en Proinversión, agencia estatal de promoción de la inversión privada en el Perú.

Juliano Augusto Orsi de Araujo

Máster en Ciencias Contables por la Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), es especialista en Contraloría estratégica por la Universidade São Judas Tadeu. Asimismo, se ha graduado en Ciencias Contables por la Universidade São Francisco. Actualmente, es profesor en la FECAP y en Faculdades Atibaia (FAAT). Es socio de Express Contábil S/S Ltda. Su experiencia se ha centrado en el área de administración, con énfasis en Ciencias Contables.

António Carlos Gomes Dias

Es máster en Contabilidad y Auditoría por la Universidade Aberta (Portugal), y licenciado en Auditoría y control de gestión por el Instituto Politécnico de Bragança. Asimismo, es especialista en Impuesto a la Renta por la Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC). Cuenta con experiencia profesional en auditoría de impuestos; y se desempeña como investigador en el Centro de Estudos Transdisciplinares para o Desenvolvimento (CETRAD), de la Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro.

Alex Medina Giacomozzi

Contador auditor por la Universidad de Concepción (Chile), es magíster en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Santiago, y doctor en Finanzas y Contabilidad por la Universidad de Zaragoza (España). Se desempeña como profesor asociado del Departamento de Gestión Empresarial en la Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad del Bío-Bío. Asimismo, es profesor del Programa de Doctorado en Administración, Universidad de Santiago, y profesor visitante de prestigiosas universidades chilenas y extranjeras. Ha cumplido diversas actividades de administración superior, entre ellas, decano de facultad y director de departamento. De igual modo, se desempeña como profesor investigador en estrategia y gestión de valor económico. Ha publicado una gran variedad de artículos en importantes revistas internacionales.

Miguel Lira

Es doctor en Gestión por la Universidade Aberta (Portugal), donde también obtuvo un Máster en Contabilidad y Auditoría. Es licenciado en Contabilidad y Auditoría por el Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra. Actualmente, se desempeña como docente en el ISCAC- Coimbra Business School, perteneciente al Instituto Politécnico de Coimbra.

Ronaldo Bezerra de Menezes

Posgraduado en Contraloría por la Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), se desempeña en contabilidad de sociedades y fiscal, contabilidad internacional (IFRS), y gerencia equipos en las áreas contable y fiscal. Coordina proyectos en impuesto a la renta y en SPED Contábil.

Maria Elisabete Duarte Neves

Es doctora en Finanzas empresariales por la Universidad de Zaragoza, y licenciada en Gestión de empresas por el Instituto Politécnico de Coimbra –IPC– (Portugal). Se desempeña como profesora adjunta en el Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra (ISCAC), Coimbra Business School, que forma parte del IPC. En dicha institución, también, es coordinadora del Máster en Análisis Financiero y del Grupo disciplinar en Finanzas. Es investigadora principal en el Centro de Estudos Transdisciplinares para o Desenvolvimento (Cetrad), de la Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro.

Ana Roso

Es licenciada y máster en Derecho por la Universidade de Coimbra, donde es doctoranda en Derecho en la Faculdade de Direito. Asimismo, es becaria de investigación de la Fundação para a Ciência e Tecnologia (FCT).

Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez

Es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Su tesis doctoral obtuvo el primer premio en la Séptima Edición de Premios a Tesis Doctorales sobre Economía Regional de la Comunidad de Madrid. Cuenta con un Máster en Política territorial y urbanística, por la Universidad Carlos III de Madrid. Asimismo, es profesor contratado doctor en la UAM y vicedecano de Estudiantes y Extensión Universitaria de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Ha sido investigador del Centro de Estudios y Experimentación de Obras Públicas, Cedex. Es miembro del grupo de investigación Laboratorio de Ordenación del Territorio y Sostenibilidad (LOTYS). Sus investigaciones se insertan en el amplio campo de la ordenación del territorio y el desarrollo económico sostenible, con especial atención a las infraestructuras y el transporte. Son representativos de su producción intelectual el último artículo titulado «Bienestar, automóvil y motorización», desarrollado con Pablo Martín Urbano (ver detalle en esta misma sección), y la investigación «Informe final sobre el análisis de la cadena de transporte internacional de mercancías del grupo siderúrgico que se apoya en puertos españoles» para el Cedex en 2011.

Pedro Severino González

Ingeniero comercial por la Universidad del Bío-Bío (Chile). Es magíster en Dirección de Empresas por la Universidad del Bío-Bío (Chile). Se desempeña como profesor del Departamento de Gestión Empresarial en la Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad del Bío-Bío. Asimismo, es el actual coordinador Programas Especiales de Continuidad de Estudios de la Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad del Bío-Bío. Ha sido ganador de la quinta y

séptima Convocatoria de Apoyo a la Realización de Tesis de Pre y Post grado de Innovabiobio de Chile. Además, ha sido aceptado como expositor en eventos tales, como Cladea, Enefa, entre otros.

Pablo Martín Urbano

Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid (UAM), es máster en Relaciones Laborales por la Escuela de Relaciones Laborales de la Universidad Complutense de Madrid. Se desempeña como profesor titular del Departamento de Estructura Económica y Economía del Desarrollo de la UAM, donde es director de la Maestría en Tributación y Política Fiscal, título propio de la UAM. De igual modo, es miembro del grupo de investigación Laboratorio de Ordenación del Territorio y Sosteni-

bilidad (LOTYS) y del Capítulo Español del Club de Roma. Sus trabajos y publicaciones se corresponden con el amplio campo de la integración y el desarrollo económico sostenible, con especial atención en las infraestructuras, al transporte, las comunicaciones y la política económica. Son representativos de su producción intelectual el último artículo titulado «Bienestar, automóvil y motorización» publicado en *Estudios Regionales en Economía, Población y Desarrollo. Cuadernos de Trabajo de la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez*, número 19, 2014 (con Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez); y la investigación denominada «Propuesta metodológica para medir la evolución económica y social del territorio» realizada para TRAGSATEC en 2012.

INSTRUCCIONES A LOS AUTORES

Contabilidad y Negocios pretende promover y difundir la producción de artículos sobre temas de actualidad de las disciplinas de Administración y Contabilidad. Asimismo, aspira posicionarse como una revista de alto nivel académico, tanto para la comunidad universitaria como para el ámbito empresarial. Por ello, está dirigida a investigadores, estudiantes y profesionales relacionados con estas disciplinas.

Nuestro objetivo es que los lectores aprecien el contenido de los artículos como una fuente importante de consulta y referencia en su quehacer académico o empresarial. De igual modo, se espera que estos contribuyan al estudio y debate de los temas que nuestros colaboradores aportan en cada publicación.

Los artículos seleccionados y publicados deben ser de contenido original e inédito, acerca de temas de interés académico y/o profesional de las especialidades de Contabilidad, Administración, Economía y especialidades afines. Dichos artículos son evaluados por árbitros de las áreas correspondientes. El arbitraje de los artículos se realiza bajo la modalidad de doble ciego, es decir los árbitros no conocen la identidad de los autores y, viceversa, los autores no conocen la identidad de los árbitros.

En cuanto a las citas bibliográficas de otros autores, estas deberán ser incluidas en los artículos mediante la norma de referencias parentéticas (apellido, año, página). Asimismo, se debe tener en cuenta que todo texto que sea citado en el contenido del artículo deberá figurar de manera obligatoria en la bibliografía.

Los artículos propuestos para su publicación deberán adecuarse a los siguientes lineamientos generales:

- Presentación en Microsoft Word.
- Formato A-4, espacio y medio, letra Arial 11.
- La extensión aproximada debe fluctuar entre quince (15) y veinte (20) páginas. Ello incluye gráficos y cuadros, los cuales deberán ser entregados, adicionalmente, en PowerPoint, Excel y otros similares que se hayan empleado en su elaboración.
- Resumen (200 palabras aproximadamente), palabras clave (4) y título en español e inglés.
- Citas y referencias bibliográficas debidamente especificadas de acuerdo a las pautas del manual de estilo que emplea el Fondo Editorial de la PUCP, el cual puede ser consultado en la siguiente dirección:

<http://www.pucp.edu.pe/documento/publicaciones/manual_estilo_fondo_editorial.pdf>

* El resumen o *abstract* debe tener en promedio 200 palabras (tamaño referencial, mas no determinante) y explicar de manera concisa y concreta el contenido total del artículo a fin de lograr un carácter descriptivo y/o informativo. Las palabras clave deben ser cuatro (4) en promedio en ambos idiomas.

INSTRUCTIONS TO THE AUTHORS

Contabilidad y Negocios se publica dos veces al año, en julio y noviembre.

Contabilidad y Negocios expects to promote and spread the production of articles about recent topics related to Administration and Accountancy disciplines, and it aspires to be a journal with high academic level, both for the university community as well as for the business field, that is why it is directed to researchers, students and professionals related to those disciplines.

Our objective is that our readers appreciate the content of the articles as an important consulting and reference source for academic or business work with the purpose of helping studies and discussing topics that our cooperators bring in every publication.

The selected and published articles must be original and unpublished, they must have academic interest and must be related to the fields of Accountancy, Administration, and Economy. These articles are evaluated by referees of the corresponding areas. The arbitration of each article uses the modality of a double blind review, that means the referees do not know the identity of each author and so do not they authors respect to their referees.

Related to bibliography notes of other authors, these must be included in the articles using the law of parenthesis reference (last name, year, page). At the same time, we must consider that all kinds of texts mentioned in the article need to be published in the bibliography.

The articles presented for publication must respect the following conditions:

- Microsoft presentation
- A4 format, one and half space, font: Arial 11
- Among fifteen (15) to twenty (20) pages extend, including graphics and charts, they have to be handed additionally in Power Point, Excel and others used in its work.
- Abstract (200 words), keywords (4) and title in Spanish and English
- Footnote and bibliography references clearly mentioned, according to the steps used in the Register Style from PUCP, which can be checked in the electronic journal version, in the following address:

<http://www.pucp.edu.pe/documento/publicaciones/manual_estilo_fondo_editorial.pdf>

Contabilidad y Negocios is published twice a year, in July and November.

* The summary or abstract should be on average 200 words (size reference, but not decisive) and explain in a concise and concrete way the entire contents of the article in order to achieve a descriptive and / or informative. Keywords must be four (4) on average in both languages.

TABLE OF CONTENTS

EDITORIAL	3
CURRENT ACCOUNTING	
Accession from accounting offices at São Paulo about rules for controlling fixed assets Juliano Augusto Orsi de Araujo y Ronaldo Bezerra de Menezes	5
BANKING AND FINANCE	
Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida Juan Carlos Ames Santillán	15
Ownership structure and dividend catering incentives in eurozone countries António Carlos Gomes Dias y Maria Elisabete Duarte Neves	49
MANAGEMENT	
Corporate Responsibility: Generation of Corporate Social Capital Alex Medina Giacomozzi y Pedro Severino Gonzáles	63
A brief incursion into the beginning of human resources management in public administration: the importance of «The Study of Administration», by Woodrow Wilson, 1887 Miguel Lira y Ana Roso	73
ECONOMY	
Policy of Competence, Growth and Globalization Pablo Martín Urbano y Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez	83
Contributors	100
Instructions to the authors	103