

El gobierno corporativo como una posibilidad para superar los problemas de agencia

Autora: *Margarita Prat Rodrigo*

Profesora Propia Ordinaria

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad Pontificia Comillas

Resumen

Aunque la teoría de la agencia como tal no se formula por Jensen y Meckling hasta 1976, desde los principios del estudio de la ciencia económica en el S. XVIII se han venido analizando los problemas que la separación entre la propiedad y el control de la actividad de la empresa supone a la hora de retribuir adecuadamente a los suministradores de financiación.

Desde los escándalos financieros de finales de los años 80 del pasado siglo se ha abierto paso la concepción de que una adecuada regulación del gobierno de la empresa (es decir, del funcionamiento del Consejo de Administración y de la alta dirección) contribuiría a minimizar el problema de agencia al tiempo que se apoyaría también en la teoría del *stakeholder* de Freeman y contribuiría a solucionar los problemas de otros interesados en la empresa.

Partiendo de la base de que el gobierno corporativo se basa ante todo en autorregulación, ¿supone un sistema adecuado para la protección tanto de los financiadores de la empresa como de los terceros interesados?

Palabras clave: gobierno corporativo, comportamiento empresarial, teoría de la agencia, *stakeholder*, principal-agente.

I. Concepto de gobierno corporativo

El concepto de gobierno corporativo no tiene una definición clara, a pesar de las continuas referencias que se hacen a él en el mundo de los negocios y, de manera creciente, en la literatura académica. La causa de la dificultad de definición es que bajo este nombre se incluyen fenómenos de muy distinta naturaleza. Por ello, diferentes personas u organismos lo definen de distinta manera dependiendo de sus propios intereses y del enfoque que quieran dar al uso del concepto. No parece que esta situación vaya a cambiar en breve plazo. Por ello, lo mejor es apuntar unas cuantas definiciones diferentes, que pueden considerarse complementarias.

- a) Gobierno corporativo es el campo de la economía que estudia cómo motivar de manera eficiente a los directivos de las empresas, usando incentivos contractuales, legales o procedentes del diseño de la organización de la empresa. Esta motivación tiene como fin exclusivo la mejora de los resultados financieros (Mathiesen, 2002).
- b) El gobierno corporativo atañe a la forma en que los oferentes de fondos (accionistas y prestamistas) se aseguran de que los directivos de las empresas aumenten el valor de las mismas y logren para ellos una corriente de renta sobre la inversión. En el caso de los prestamistas, el sistema de gobierno corporativo deberá proporcionarles la certeza de que les será devuelto el dinero aportado y sus rendimientos (Shleifer y Vishny 1997).
- c) Gobierno corporativo es el sistema de dirección y control de las empresas. Desde este punto de vista la estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos interesados en la empresa (miembros del consejo, directivos, accionistas y otros interesados) y especifica igualmente las normas y procedimientos de toma de decisiones en la empresa. También debe establecer la forma en que se fijan los objetivos de la empresa y cómo se controla su consecución (OCDE, abril de 1999).
- d) Desde un punto de vista estricto puede definirse como la relación de una empresa con sus accionistas o, de manera más amplia, como la relación de una empresa con la sociedad. El gobierno corporativo tiene que ver con la imparcialidad corporativa, la transparencia y la responsabilidad (J. Wolfensohn, presidente del Banco Mundial, 1999, de un artículo del Financial Times, 21 de junio de 1999).
- e) Gobierno corporativo es un término imaginativo que indica la manera en que directivos y auditores manejan sus relaciones con los accionistas de una empresa. A veces se utiliza como sinónimo de “democracia de los accionistas” (Maw et al. 1994 p.1).

Todas estas definiciones responden, con diversos matices, a que el objetivo de los directivos de la empresa es el de crear valor para el accionistas, aunque algunas de

ellas (la de Shleifer y Vishny y la de la OCDE) incluyen un comportamiento correcto hacia otros *stakeholders* dentro de lo que es el gobierno corporativo.

En los últimos 20 años se han promulgado códigos de gobierno corporativo, mandatos no imperativos y recomendaciones en más de 70 países. En la inmensa mayoría de los casos se hace hincapié en el papel de los consejeros independientes y en las características que deben tener para que puedan ser considerados realmente independientes.

En el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, de mayo de 2006 (CUBG), actualmente vigente en España, se distingue entre consejeros internos (normalmente ejecutivos de la empresa) y consejeros externos, que pueden representar a accionistas relevantes (consejeros dominicales) o pueden ser consejeros independientes con capacidad para enjuiciar con imparcialidad la labor del equipo ejecutivo (CUBG, p.21)

El CUBG adopta en este aspecto las recomendaciones del Código Olivencia, (apartado 2,1, p.20, febrero de 1998) que recomienda la integración en el consejo de administración de un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil corresponda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas, cuya función principal es la de hacer valer en el consejo los intereses del capital flotante, esto es, de los pequeños accionistas, y que deberán ser elegidos atendiendo más a criterios de profesionalidad que al volumen de su participación en la sociedad, y que, junto a los consejeros dominicales supongan una mayoría del consejo de consejeros externos, siendo mínimo el número de consejeros ejecutivos (CUBG, recomendación 10).

Pero no sólo las recomendaciones de conducta reflejadas en los códigos definen la existencia y características de los consejeros independientes. Conviene recordar, en este sentido, que en algunos estudios sobre gobierno corporativo se define al consejero independiente a través de los requisitos que no cumple (Dahya, J. et al, 2009), resaltando su importancia sobre todo para los casos en los que existen accionistas de control.

Aunque la tendencia a nombrar consejeros independientes, como garantes de la protección al accionista minoritario, está generalizada en los países desarrollados hay que tener en cuenta diferencias debidas a la regulación de cada país y también a los usos y estructura de sus mercados financieros.

La relevancia de la protección legal que tiene el accionista minoritario en cada país comprende dos elementos: las normas y reglas legales y estatutarias existentes y la capacidad de exigir el cumplimiento de esas normas.

Diversos estudios han llegado a la conclusión de que cuando la protección al accionista es débil disminuye el valor de la empresa, sobre todo en el caso de que haya accionistas de control capaces de extraer todo el rendimiento posible a su situación, y maximizar el valor de sus acciones, aunque sea en detrimento del accionista minoritario.

Como resultado de varios análisis empíricos se demuestra que cuanto mayor sea la protección legal al accionista mayor es el valor de la empresa, pues los accionistas se sentirán más respaldados invirtiendo en países cuyas normas legales les ofrezcan protección. Dentro de estos esquemas se considera que la existencia de un mayor número de consejeros independientes, afectaría positivamente al valor de la empresa.

En las empresas controladas por pocos accionistas y generalmente no cotizadas, existe una tendencia a nombrar consejeros independientes únicamente cuando están en una mala situación económica y necesitan obtener nueva financiación externa o bien cuando necesitan una profunda reestructuración, ya que los consejeros independientes contribuyen a mejorar su credibilidad en los mercados.

El modelo anglosajón de gobierno corporativo se dirige a un mercado en el que la propiedad está muy fragmentada entre inversores minoristas e inversores institucionales, y donde la supervisión a los consejos por parte de los accionistas no es muy grande.

En el modelo europeo, existe una clara división entre los inversores estratégicos (que con frecuencia se sientan en los consejos de administración) y los accionistas minoritarios, sin representación en los consejos. En muchos casos los intereses de estos últimos no se ven defendidos adecuadamente en los consejos, ya que es normal que los inversores estratégicos tengan objetivos diferentes a los de los pequeños accionistas, siendo ésta una de las principales razones de que existan los consejeros independientes.

II. Fines del gobierno corporativo

En la actualidad, el gobierno corporativo se centra principalmente en el cumplimiento de las leyes, en evitar fraudes y en seguir una política de transparencia, tanto en lo que se refiere a las actividades de la empresa como a sus cuentas o a las retribuciones de directivos y consejeros. Esta manera de entender el gobierno corporativo supone centrarse en los síntomas del buen gobierno, pero no en las causas del mal gobierno.

Estos son algunos de los fines concretos del gobierno corporativo:

- a) Proteger los derechos de los accionistas.
- b) Asegurar el tratamiento equitativo entre los accionistas.
- c) Proporcionar a los accionistas una reparación por los daños causados por la violación de sus derechos.
- d) Reconocer los derechos de los terceros interesados en la empresa (*stakeholders*) y cooperar con ellos para mejorar la creación de riqueza y empleo para la sociedad.
- e) Asegurar que la información relevante, clara y oportuna acerca de los asuntos de la empresa llega a aquéllos que tienen derecho a recibirla.

- f) Asegurar que el equipo de dirección sea convenientemente supervisado por el consejo de administración. Los consejos de administración son un instrumento esencial del buen gobierno y suponen una salvaguarda para los accionistas, ya que en sus reuniones se deben discutir y aprobar asuntos esenciales para el funcionamiento de la empresa.

Ninguno de estos fines, que aparecen claros e inmediatos para la mayoría de los autores, tiene en cuenta los intereses de los directivos. Si los intereses de los directivos no están alineados con los intereses arriba citados de los accionistas y de terceros interesados en la empresa, probablemente ningún código de gobierno corporativo funcionará en el largo plazo. La búsqueda del propio interés por parte del directivo si sus compensaciones no están alineadas con los fines del accionista genera conflictos de intereses.

Estos conflictos ocurren con mucha menos frecuencia de lo que suele creer el inversor.

Hay que tener en cuenta que los objetivos comunes de accionistas y directivos (tales como la creación de valor) no son tan coincidentes en lo que se refiere al plazo de su consecución.

El directivo tiene cierta tendencia a pensar más en la supervivencia de la empresa a largo plazo (por supuesto hay casos en que esto no ocurre). El accionista rara vez piensa conservar sus acciones a largo plazo. En general las venderá cuando considere que ya le han dado la rentabilidad exigida y que puede haber mejores oportunidades de obtener rendimientos. Y venderá sus acciones a otros accionistas que a su vez pretenderán que el valor de sus acciones se maximice.

El directivo, por su parte, tendría que crear valor para los sucesivos tenedores de acciones, que, considerados de manera individual, habitualmente miran al corto plazo.

Excepto los accionistas de referencia propios de los mercados europeos continentales, el resto de los accionistas venderán sus acciones tan pronto como hayan conseguido su objetivo.

Los mecanismos de gobierno corporativo y los controles que se diseñan según los principios arriba apuntados pretenden reducir los riesgos morales derivados de la conducta de los directivos y consejeros. Quede claro que la expresión “riesgo moral” no excluye que haya al mismo tiempo un daño material.

En consecuencia, el control corporativo debería centrarse en los aspectos siguientes:

- a) El consejo de administración es quien debe implantar el sistema de control interno y fijar los incentivos para los directivos como una de las maneras de evitar los problemas de agencia y alinear los intereses de accionistas y directivos.
- b) Establecimiento de un sistema razonable de compensaciones para el presidente/consejero delegado y los consejeros.

Como este aspecto de voluntariedad del gobierno corporativo no siempre se cumple, existen controles externos que los interesados en la empresa pueden poner en marcha. A partir de la crisis financiera la tendencia ha sido transformar la autorregulación sugerida en los códigos de buen gobierno en normativa. Autoridades financieras de varios países, y también de la Unión Europea están tomando medidas sobre los bonus y compensaciones de directivos y consejeros, así como su forma de pago. Si se llega a un exceso legislativo aumentarán los costes derivados de la rigidez y pérdida de operatividad de las empresas, pero un marco legal adecuado, evitando los excesos, tendría la ventaja para los accionistas de limitar los riesgos de actuaciones incorrectas de los gestores. También existen otros controles y medios para disciplinar la conducta de los directivos como son la exigencia de garantías por parte de los prestamistas o socios de los negocios, la presión de los medios de comunicación, la actuación de empresas de la competencia, las fusiones de empresas, el mercado de control societario o los sistemas de fidelización de los directivos.

III. Principios básicos de gobierno corporativo: responsabilidad, transparencia e imparcialidad

Todas las normas sobre gobierno corporativo, bien sean normas legales o códigos de conducta se basan prácticamente en estos principios. Pero, ¿son suficientes los principios para asegurar que los problemas de agencia se puedan paliar?

Los códigos existentes, cuyo cumplimiento no es, por lo general, obligatorio para las empresas, sino que se basa en criterios de autogobierno, parten del principio *Comply or explain*, es decir que se debe cumplir la norma voluntariamente, pero si la empresa no cree que pueda o deba cumplirla, al menos debe explicar las razones de su conducta.

El simple cumplimiento de la norma o la explicación dada por la empresa que no cumple no garantiza que la empresa esté bien gobernada. Sólo significa que la empresa cumple con unos mínimos que, en más de un caso, no sirven para crear valor.

Los principios básicos antes mencionados se refieren a la responsabilidad de la empresa hacia sus accionistas y hacia la sociedad en general; a la necesidad de transparencia tanto respecto a las operaciones de la empresa como a sus datos financieros y también transparencia en relación al control interno en todos los procesos de la empresa, pero de manera muy particular en lo relativo a la elaboración de los documentos financieros; y por último, el principio de imparcialidad que supone tratar por igual a todos los accionistas, pues todos tienen los mismos derechos, respecto a su propiedad y a la información que reciben.

El objetivo de transparencia es aumentar la confianza de los inversores y reducir la incertidumbre en los mercados.

A través de sus políticas de transparencia la empresa atrae a muy distinto tipo de inversores. Esta variedad puede acabar influyendo, a través de las decisiones que se tomen, en el valor de la empresa.

El gobierno corporativo, en consecuencia, es un tema de estudio que tiene múltiples facetas. Una de ellas es tratar de disminuir los problemas de agencia; otro aspecto es la incidencia de un buen sistema de gobierno corporativo en la eficiencia económica.

Para que el gobierno corporativo pueda ser considerado eficaz es necesario partir de la premisa del apoyo de los mercados financieros: si en los mercados existiera una mayor sensibilización hacia los aspectos relacionados con la protección de los accionistas se valoraría más que una empresa tuviera un buen gobierno. El mercado valoraría mejor a aquellas empresas que funcionaran de acuerdo con principios claros de gobierno corporativo, que tuvieran un compromiso indiscutible con el cumplimiento de la legislación vigente y cuyos empleados participaran de una sólida cultura empresarial.

Para muchos autores la percepción de buen gobierno que tenga el mercado puede influir en el precio de una acción e incluso en el coste de capital. El ambiente interno propio de la compañía da la posibilidad a una empresa de diferenciarse de sus competidores, y al mismo tiempo de transmitir a la sociedad su buen hacer, de manera que pueda crear valor para sus accionistas.

Es muy probable que el concepto de gobierno corporativo vaya evolucionando hacia una mejor valoración de las causas que llevan a una empresa a estar mal o bien gobernada, no sólo dar una apariencia de buen gobierno, pues a lo largo de la actual crisis financiera y económica se ha podido comprobar que empresas que cumplían razonablemente bien con los criterios de buen gobierno no estaban “bien gobernadas”. El caso de Enron es, probablemente, el más significativo.

IV. La teoría de la agencia: relación entre accionista y directivo

Ya Berle y Means (1932) hablaron de la transferencia de poder hacia los administradores cuando la propiedad se encuentra muy dispersa, pudiendo entonces los directivos actuar para su propia satisfacción. Jensen y Meckling (1976) desarrollaron una teoría acerca de la estructura de la propiedad de la empresa, partiendo de investigaciones anteriores sobre derechos de propiedad, agencia y teoría financiera. En su opinión los principales problemas de la gestión empresarial se refieren a aspectos relacionados con la separación entre propiedad y control, la responsabilidad social, la definición del objetivo de la empresa y la determinación de la estructura óptima de capital.

La teoría de la agencia hace hincapié en que los objetivos que desean conseguir accionistas y directivos son diferentes, y que llevan a ambos a tomar decisiones equivocadas o inoportunas y a incurrir en costes innecesarios para llegar a acuerdos o para que los accionistas ejerzan sobre los directivos la vigilancia adecuada para proteger sus intereses.

La teoría de Jensen y Meckling trata, en concreto, de dar una explicación, entre otros, a los siguientes puntos:

¿Por qué un gestor de una empresa con una estructura financiera de recursos propios y deuda puede elegir emprender unas actividades menos productivas que las que llevaría a cabo si la empresa fuera suya?

¿Por qué, a pesar de no maximizar el valor de la empresa en este caso su decisión puede considerarse eficiente?

¿Por qué la colocación de recursos propios es una fuente de financiación viable para la empresa incluso cuando no contribuya a maximizar su valor?

¿Por qué se considera que la deuda sería una buena opción de financiación, aunque no fuera fiscalmente beneficiosa para la empresa debido al escudo fiscal que proporciona?

¿Por qué sería una buena decisión empresarial emitir acciones preferentes?

¿Por qué los documentos financieros deben darse a los prestamistas y demás interesados en la empresa aunque la ley no obligue a ello?

¿Por qué los prestamistas imponen restricciones a las empresas prestatarias y éstas las aceptan?

¿Por qué hay empresas unipersonales que funcionan sólo a base de préstamos pero no emiten más acciones?

¿Por qué las empresas de sectores muy regulados (banca, servicios públicos) tienen ratios de endeudamiento mayores?

¿Por qué el análisis de valores puede ser una actividad rentable para la sociedad aunque pueda no contribuir a mejorar los rendimientos de los inversores?

Sustituyendo a distintas teorías anteriores se ha desarrollado la idea de que el objetivo que aúna todas las voluntades y que explica los puntos anteriores es la maximización del valor.

Así, el propósito societario sería buscar el mayor valor de la empresa a largo plazo. El papel de los directivos sería crear un proyecto futuro realista y atractivo, de manera que logre el apoyo de los accionistas, en primer lugar, pero también del resto de los *stakeholders*, diseñando la organización de tal modo que sirva también como motivación para los empleados

Se define, por tanto, la relación de agencia como el acuerdo por el que una o más personas contratan otra para que ésta realice acciones en su nombre, implicando una delegación en la toma de decisiones.

El accionista o grupo de accionistas (principal) puede limitar las posibles divergencias futuras con el directivo (agente) diseñando incentivos adecuados para alinear sus intereses o incurriendo en costes de supervisión de la gestión y de la conducta del agente.

Por lo general resulta imposible que el accionista pueda garantizar que el agente tome las decisiones óptimas para la empresa y sus accionistas, a menos que incurra en costes de supervisión y control. Se puede considerar que los costes de agencia son la suma de los costes de supervisión en los que incurren los accionistas, más los costes de llegar a acuerdos en los que incurren los directivos, más las pérdidas residuales (reducción del bienestar de los accionistas como resultado de las divergencias con

los directivos). Dentro de lo que llamamos pérdidas residuales se pueden incluir las divergencias acerca del objetivo de la empresa que tengan efectos económicos lesivos para el accionista.

La idea de que son los accionistas quienes deben controlar la empresa se fundamenta en que los derechos residuales de control les pertenecen, y como tienen una menor protección legal que los otros interesados en la empresa deben tener el control último para hacer valer sus derechos. La especificidad de los derechos de los accionistas es la transmisibilidad de los títulos de propiedad en el mercado secundario, que se puede hacer perdiendo o ganando valor.

Los *stakeholders* tienen una mayor protección contractual, ya que sus derechos no son residuales.

El problema de agencia está muy relacionado con la separación entre la propiedad y el control, propia de las sociedades anónimas.

Ya Ronald Coase en su obra de 1937 sobre “La naturaleza de la empresa” afirmaba que la economía no había producido una teoría que determinara los límites de la empresa, entendida como un sistema de intercambios, ya que dichos intercambios se efectúan en los mercados y no dentro de la propia empresa. Según Coase la especificación de los derechos de los diversos individuos participantes en la empresa determina cómo costes y recompensas se distribuyen en la organización.

En este sentido, la empresa es simplemente una ficción legal que sirve de nexo para las relaciones contractuales entre individuos, y que se caracteriza por la existencia de unos derechos residuales sobre los activos y sobre los flujos de caja, cuyos propietarios los pueden vender sin contar con los otros interesados en la empresa (directivos y *stakeholders*).

La divergencia de criterios entre propietarios y directivos (agentes) se puede solucionar a través del mercado de control corporativo. Los accionistas siempre pueden vender la empresa, entera o troceada; o, sin necesidad de venderla, tantear de vez en cuando el mercado de control.

Dado que nos encontramos ante costes de agencia que son habituales y a veces muy grandes, ¿por qué la forma societaria está tan extendida? ¿Por qué hay tantas personas que desean ser accionistas de empresas en las que no sólo serán minoritarios sino que tendrán únicamente unos derechos residuales? Los límites en la responsabilidad del accionista que tiene la forma societaria tienen mucho que ver con esta situación, aunque no limitan la responsabilidad totalmente, sólo la trasladan.

V. Comportamiento de los directivos, y costes de agencia en relación a la estructura de la propiedad

Se define la relación de agencia como el contrato por el que una o más personas encargan a otra que realice acciones en su nombre, implicando una delegación en la toma de decisiones.

En el moderno desarrollo de las empresas como sociedades anónimas la característica esencial en el proceso de toma de decisiones es la separación entre la propiedad de la empresa. Esta idea de la separación entre propiedad y control ya aparece en Adam Smith (1776, 192). La propiedad de la empresa está generalmente en manos de muchos accionistas, dispersos y que no se conocen entre sí, y la gestión de la empresa la llevan a cabo profesionales que, aunque algunas veces posean acciones, son sobre todo gestores por cuenta ajena, agentes de los accionistas, que deben tener en cuenta el objetivo esencial de creación de valor para el accionista en su toma de decisiones.

En líneas generales, y con alguna modificación dependiendo de los países, la gestión de la empresa está en manos de un gestor colegiado (el consejo de administración), que tiene un número variable de miembros, y un presidente del consejo de administración.

Estos órganos son distintos de los órganos ejecutivos de la empresa (consejero delegado, altos directivos), pero esto no impide que a veces el presidente sea a la vez consejero delegado o que alguno de los altos directivos esté en el consejo de administración. Además de directivos, en el consejo de administración suele haber representantes de los accionistas que tienen una participación importante en la empresa, bien sean accionistas individuales o institucionales (consejeros dominicales) y también consejeros independientes que son personas ajenas tanto a la gestión como a la propiedad de la empresa, y que aportan su conocimiento profesional a la defensa del accionista minoritario.

Todas estas personas que intervienen en la toma de decisiones son responsables de sus actos y responden legalmente e incluso moralmente ante los accionistas.

En consecuencia, en el momento actual de desarrollo empresarial es imprescindible establecer unos criterios acerca del gobierno corporativo que puedan ser, o no, de obligado cumplimiento, pero que permitan a los actores del mercado tomar sus decisiones con la debida información y transparencia, siendo el primero de ellos el establecimiento de un mayor diálogo entre accionistas y gestores.

Los conflictos de intereses entre los accionistas y sus gestores plantean un buen número de problemas. Pero esta separación entre propiedad y control tiene sus ventajas: la división de la propiedad en pequeñas porciones permite el acceso de los ahorradores a las acciones de empresas de gran tamaño y buena rentabilidad, y, al mismo tiempo y aunque su ahorro sea pequeño les permite diversificar entre varias empresas y disminuir el riesgo.

Lo que centra los problemas en la relación de agencia es averiguar si el agente trabaja para crear valor para el accionista o para su propio beneficio.

Por lo general resulta imposible que los accionistas puedan garantizar que el directivo toma las decisiones óptimas para la empresa y sus accionistas sin incurrir en costes de supervisión y control por su parte. No existe, por tanto, una teoría que explique suficientemente cómo los objetivos en conflicto de los diversos participantes en la vida empresarial se equilibran para conseguir un resultado. Además, por lo

general resulta imposible que el accionista pueda garantizar que el gestor toma las decisiones óptimas para la empresa y sus accionistas, sin necesidad de incurrir en costes extra de supervisión y control.

Desde el inicio de la década de los 70 el problema de agencia no ha hecho más que agravarse, debido, al menos en parte, a la sustitución de los activos tangibles por los activos intangibles propios de una sociedad de servicios, como creadores de valor económico, cuya gestión resulta particularmente complicada para muchos accionistas.

Rappaport (1997) propone un programa de cuatro puntos que sean la base de revisión de la planificación estratégica de la empresa, de la compensación a los directivos y el gobierno corporativo. A través de la puesta en marcha de estos cuatro aspectos se trataría de maximizar la creación de valor en las empresas cotizadas:

1. Dar el máximo valor de uso a todos los activos de la empresa.
2. Limitar las inversiones a aquéllas que puedan crear valor.
3. Devolver los fondos a los accionistas cuando no se encuentren inversiones que creen valor.
4. Diseñar incentivos para directivos y empleados centrados en aquellos aspectos que contribuyan a la creación de valor en la empresa.

En todo caso, la consideración de creación de valor nunca debe centrarse en el corto plazo.

Los accionistas de la empresa pueden limitar las posibles divergencias futuras diseñando incentivos adecuados para que el directivo consiga los objetivos que éstos marquen aunque tengan que incurrir en costes de supervisión de la gestión y la conducta del mismo.

La relación de agencia implica siempre un riesgo moral que se traduce en la posibilidad de que el agente actúe en su beneficio propio con prioridad al del accionista, e incluso en detrimento de éste. El riesgo moral disminuye cuando las relaciones de agencia se establecen a largo plazo. El agente se siente menos tentado a actuar en detrimento de los propietarios de la empresa.. Se obtiene así mayor eficacia y una disminución de los costes de control.

La magnitud de los costes de agencia varía según la empresa y depende de los deseos de los gestores, su facilidad para satisfacerlos y los costes de supervisión o de pactos en los que se incurra. También hay que tener en cuenta los costes de evaluar los resultados de los gestores y los de poner en práctica políticas o reglas que los eviten.

VI. Críticas a la aproximación al gobierno corporativo

Cada vez se da más por supuesto que el buen gobierno tiene efectos positivos en las empresas y en todos aquéllos relacionados con ellas, accionistas o no. Pero existen pocos estudios que lo confirmen.

Por el contrario los escándalos financieros de principios del siglo XXI han sido la causa de los cambios legislativos y de mentalidad en lo que se refiere al gobierno corporativo de la empresa. Los casos de Enron (empresa que cumplía con los preceptos de gobierno corporativo al uso en aquel momento) y World Com, entre otros, provocaron un cambio en la forma de ver el gobierno corporativo. El colapso de Enron sirvió de base al “boom” del gobierno corporativo, pero también ha servido para descalificar como ineficaces los mecanismos de buen gobierno, lo que dio lugar a un cambio sustancial en la normativa contable y societaria norteamericana, recogido en la ley Sarbanes-Oxley (SOX) (2002). Este cambio se ha contagiado a la normativa contable y a las prácticas de buen gobierno de otros países.

Muchas empresas siguen manifestando su escepticismo ante las reformas relativas al gobierno corporativo, sobre todo por su escasa contribución a la eficiencia de la empresa. El avance de la regulación del gobierno corporativo, ¿es una moda? ¿Se debe a su importante interés mediático? En todo caso y sea cual sea la respuesta a esta cuestión no está claro que las reformas en materia de gobierno corporativo mejoren la eficiencia de la empresa, y los directivos piensan, en muchos casos, que se está cargando a la empresa con unas obligaciones que generan más papeleo, mayor burocracia y mayores costes y que no garantizan una conducta mejor de los directivos ni mejores resultados de la empresa.

Otros aspectos que se pueden plantear son si existe relación entre el sistema de gobierno y la rentabilidad de la empresa o si en aquellos sistemas donde priman los grandes accionistas, más estables, el coste de capital es más bajo.

Para que la empresa cumpla sus fines es imprescindible que existan objetivos comunes para accionistas y directivos, y que ambos tengan también en cuenta las necesidades de los *stakeholders*. El consejo de administración juega un papel importante en la consecución de estos objetivos comunes de accionistas y directivos, aunque los miembros del consejo, al ser nombrados en muchos casos por los grandes accionistas, sean deudores de éstos en sus actuaciones.

Entre las críticas más habituales que reciben las actuales tendencias en gobierno corporativo es que su implantación genera más burocracia y más costes; que los consejeros independientes no son realmente independientes y que las recomendaciones se cumplen más sobre el papel que en la práctica (Morck, 2004)). Pero todo este conjunto de prácticas contribuye a generar confianza, algo esencial en los mercados. Y, de alguna manera, también mejoran la transparencia.

Por eso se están extendiendo cada vez más las normas legales (no sólo de cumplimiento voluntario) sobre gobierno corporativo, las normas generales de contabilidad y el papel, cada vez más preciso, de las auditoras.

Como se ha dicho anteriormente, la forma de abordar la puesta en marcha de mejoras en el gobierno corporativo depende del país y de las características de los mercados financieros.

En los mercados anglosajones y principalmente en Estados Unidos, el sistema de

gobierno corporativo se basa en mercados líquidos y propiedad accionarial poco concentrada. En el caso de que los directivos no cumplan con su obligación de crear valor para los accionistas sería el mercado de control societario quien los controlaría, a través de una valoración peor de las acciones de la empresa. Por otra parte, unos consejos de administración en los que abundan los consejeros independientes y profesionalizados pueden contribuir de manera efectiva al control de los directivos.

En Europa Continental y Japón la propiedad está más concentrada y los mercados, al existir un menor “free float” son menos líquidos. La existencia de empresas que son a su vez accionistas de referencia de otras empresas y por ello tienen a un representante en el Consejo de Administración, puede generar serios conflictos de intereses.

Analizados y comparados ambos sistemas resulta que tanto en Estados Unidos como en Europa y Japón la retribución adecuada de los directivos suele representar una buena manera de alinear sus intereses con los de los accionistas y de estar ligada a los resultados bursátiles.

Ambos sistemas tienen pros y contras. En el sistema europeo continental y japonés se supone que se reducen los costes de agencia, ya que los grandes accionistas se sientan en el consejo y supervisan de cerca a los directivos. También se suele decir que las empresas cotizadas en este tipo de mercados no están tan obsesionadas con el corto plazo y así consiguen una gestión mejor del largo plazo, aunque no parece que haya evidencia en este sentido. Como aspecto negativo de este sistema se suele apuntar que estas empresas tienen más en cuenta a los directivos y a los empleados que a los accionistas. ¿Facilita el sistema anglosajón un sistema de control societario? ¿Puede considerarse precisamente este mercado como la característica más sobresaliente del sistema anglosajón?

No hay evidencia de que los distintos tipos de gobierno corporativo se traduzcan en una orientación diferente en la forma de gestionar las empresas. E igualmente sucede que se tiende a nombrar más consejeros independientes cuando los resultados son peores (Kaplan y Minton, 1994).

La aparición de inversores institucionales en los mercados ha cambiado en cierta medida el perfil de los consejos, pues este tipo de inversores presiona para que las empresas tengan un consejo más profesional e implicado.

Aunque la tendencia es incorporar a los consejos miembros que no sean ejecutivos de la empresa, es decir, representantes dominicales del capital o consejeros independientes, no siempre esta tendencia es la más eficaz, ya que no suelen estar al tanto del día a día de la empresa.

Además, la menor presencia de consejeros ejecutivos en el consejo plantea algunos problemas. En primer lugar, los consejeros externos no suelen tener un conocimiento profundo de la empresa, lo que hace más difícil la toma de decisiones bien informadas. En segundo lugar, algunos comportamientos habituales en los consejos diluyen la participación de los consejeros externos. Así, la tendencia a seguir las indicaciones de un primer ejecutivo fuerte o la tendencia a no contradecir las resolu-

ciones de los compañeros consejeros que gocen de prestigio personal, y que tengan un amplio consenso entre los miembros del consejo. (Morck, 2004)

VII. Breve análisis del caso español

En España es obligatorio presentar un informe de gobierno corporativo al presentar las cuentas anuales de la empresa para todas las empresas cotizadas.

Dentro de este informe se aclaran cada vez más las distintas responsabilidades y retribuciones de los directivos y del consejo de administración. También se suelen establecer procedimientos para salvaguardar y verificar la integridad y veracidad de los documentos financieros de la empresa.

La junta general de accionistas suele estar informada de todas estas actuaciones, que tienden a la salvaguarda de los intereses empresariales.

La política de retribución de los consejeros debe aprobarla el consejo, haciendo clara diferencia entre retribuciones fijas y dietas que perciben los consejeros por asistencia a las reuniones. Es necesario dar la retribución individualizada y se recomienda la máxima transparencia en este tema. La última decisión al respecto la toma la junta general de accionistas.

En el caso concreto de los consejeros independientes se recomienda prudencia al fijar la retribución: debe ser lo suficientemente atractiva para asegurar el buen trabajo del consejero independiente, pero no tan alta que comprometa su independencia.

El CUBG igualmente hace hincapié en algunas recomendaciones concretas:

Aboga por aumentar el número de consejeras (Recomendación 15) y obliga a las empresas a explicar las causas de una presencia escasa o nula de mujeres en los consejos.

El consejo debe autoevaluarse una vez al año e igualmente debe evaluar al primer ejecutivo de la empresa, a partir del informe elaborado al objeto por la comisión de nombramientos.

El consejo debe evaluar los informes de funcionamiento elevados por todas las comisiones de que se haya dotado el consejo de administración y también el desempeño del presidente del consejo de administración (Recomendación 22)

Igualmente se establecen reglas acerca del cese o dimisión de los consejeros (Recomendaciones 31 a 34)

Las empresas deben hacer públicos a través de su página Web los datos profesionales de los consejeros así como sus fechas de nombramientos y el número de acciones de la compañía que posean.

VIII. ¿Puede ayudar el gobierno corporativo a resolver los problemas de agencia?

El accionista puede disminuir su riesgo diversificando sus inversiones. Sin embargo, el directivo invierte todo su capital en una única sociedad, aquélla en que trabaja

y por tanto desea maximizar su rendimiento a través de mejores salarios o mayores incentivos. Entre las funciones del consejo de administración, la básica y más importante es la de supervisar a los directivos. En opinión de Fama (1980) esta función se refuerza con la presencia de consejeros independientes, aunque en muchos casos la independencia no es del todo verdadera. El poder real del primer ejecutivo de la empresa depende en buena parte de hasta que grado llega la independencia real de los consejeros independientes. Hay que tener en cuenta su lealtad hacia el primer ejecutivo (aunque los haya propuesto una comisión de nombramientos) y su sentido de pertenencia a un grupo formado por el conjunto de consejeros de una empresa. Estas dos razones llevan a un consejero a no desmarcarse del criterio del consejo, aunque no esté de acuerdo con la decisión tomada. (Morck, 2004).

Teniendo en cuenta la apuesta que hace el directivo por la empresa en que trabaja, concentrando en ella todo su esfuerzo, ¿cambiaría la alineación de los directivos con los accionistas si cambiara el sistema de retribución? ¿repercutiría la estructura de la compensación en la gestión del directivo?

¿Se solucionarían los problemas de agencia con una retribución mayor? Ninguno de estos aspectos está aún suficientemente estudiado. Lo que parece claro es la búsqueda de un equilibrio de poder entre los consejeros y directivos que lideran a las sociedades (y que desean mantener ese liderazgo creando valor a lo largo del tiempo), y los accionistas a los que deben rendir el resultado de su gestión.

En consecuencia, ha aumentado la contratación de expertos financieros para que formen parte de los consejos de administración y sobre todo de las comisiones de auditoría. Igualmente se ha producido un aumento del número de reuniones del comité de auditoría para poder cumplir mejor con sus obligaciones.

Pero por otra parte la mayoría de las empresas no ha revelado hasta ahora datos sobre la transparencia de la actuación de sus consejos. Hay información suficiente de datos curriculares de los consejeros, cada vez más información acerca de su retribución individualizada (no hay un consenso acerca de la utilidad de dar la información individualizada de las retribuciones) y menos información acerca de su actuación dentro de los consejos.

Los blindajes de los directivos y consejeros son cada vez más impopulares entre los accionistas, pues consideran que el consejero piensa demasiado en su futuro y poco en la empresa y además suelen ser mal considerados por los medios de comunicación. En algunos casos los blindajes tienen más que ver con la conservación de una situación que puede desaparecer con un cambio de propiedad, pero ¿para quién es negativa la desaparición de esas situaciones? ¿para los accionistas o para los directivos?

La responsabilidad básica del consejo de administración debe ser la defensa del interés social, entendido como interés común de los accionistas, intentando conseguir, de manera sostenida, la maximización del valor económico de la empresa.

Debe velar también para que las relaciones con los *stakeholders* sean respetuosas con las leyes y reglamentos.

El gobierno corporativo adquiere menor importancia cuando la supervivencia de la empresa requiere la maximización de su valor. Lo mismo sucede en los casos en que las empresas están demandando una gran cantidad de fondos y no pueden permitirse tener recursos ociosos. Si una empresa necesita fondos para su desarrollo o su supervivencia, y si hay competencia entre los suministradores de fondos y entre las empresas que quieren conseguirlos, algunos problemas de agencia disminuyen de manera notable.

El consejo de administración es quien aprueba la estrategia de la compañía y su organización de cara al logro de dicha estrategia. Igualmente debe supervisar y controlar el cumplimiento de objetivos por parte de la dirección.

El nombramiento y cese de los altos directivos de la empresa; la retribución de consejeros y directivos depende del consejo; la información financiera que la empresa debe hacer pública de forma periódica debido a su condición de empresa cotizada, las inversiones o la adquisición de participaciones son funciones por cuyo cumplimiento debe velar el consejo.

La importancia de la transparencia en la información obliga a proporcionar a los consejeros cuanta información sea necesaria para el desarrollo de su tarea y aquella otra que ellos mismos juzguen oportuna.

La fortaleza y la calidad del gobierno corporativo proviene de la calidad y honestidad del primer ejecutivo de la empresa, de los debates dentro del consejo de administración y de sus comisiones mucho más que del cumplimiento de una normativa en cuanto a la composición del propio consejo y de las funciones que le están encomendadas.

Ni las leyes más exigentes ni los códigos de gobierno mejor elaborados garantizan el buen gobierno de la empresa si no hay competencia profesional y una conducta ética por parte de administradores y gestores.

El ámbito de autorregulación empresarial sólo se puede mantener si las empresas, usando su propio sentido de la responsabilidad adoptan prácticas para mantener la transparencia de su actividad y en consecuencia la confianza de los inversores.

Sigue planteándose en muchos ámbitos si es mejor la autorregulación de los consejos o la existencia de normas de obligado cumplimiento, o bien una adecuada proporción entre ambas, pero siempre queda claro que en el S. XXI el gobierno corporativo no es opcional.

Según algunos autores (Acharya et al., 2009) el gobierno interno de la empresa (llevado a cabo por directivos y empleados, que hacen seguir adelante a la empresa incluso sin que haya un consejero delegado de gran valía) puede mitigar los problemas de agencia incluso aunque no haya algún tipo de gobierno externo, entendido éste como control ejercido por los financiadores.

Cuando un accionista relevante está disconforme con la estrategia de la empresa y su política de retribución, puede ejercer un control externo por el sistema de forzar políticas de la empresa más adecuadas para él. El accionista minoritario lo único que

puede hacer en el caso de disconformidad es vender sus acciones. Muchos accionistas vendiendo hacen bajar el precio y se deja de crear valor.

Pero ¿estarían los inversores dispuestos a pagar una prima por buen gobierno? De acuerdo con un estudio de McKinsey del año 2002, el 80% de los encuestados lo harían, considerando que en este trabajo el gobierno corporativo está relacionado sobre todo con el funcionamiento del consejo de administración y con la responsabilidad corporativa.

Para recuperar la confianza de los ciudadanos y de los empresarios es necesario lograr un comportamiento ético de los agentes del mercado y lograr una mayor transparencia y responsabilidad en la actuación de las empresas, especialmente en lo que se refiere a proporcionar una información veraz, relevante y continuada en lo que se refiere a las decisiones y los hechos que afectan a la eficiencia de la empresa.

No está claro que la mejora en el gobierno corporativo ayude a solucionar los problemas de agencia. Sin embargo la transparencia derivada de las prácticas de buen gobierno ayuda a mejorar la confianza en el mercado.

Bibliografía

- ACHARYA, Viral V; STEWART, Myers y RAGHURAM, Rajan. “The internal governance of firms.” Working Paper. <http://ssrn.com.abstract=1350580>, consultado el 25 de Marzo de 2011.
- BERLE, A.A. y GARDINER, Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan.
- COASE, R. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4 (16): 386–405
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)* Mayo de 2006.
- DAHYA, J., GARCIA, L. G., y VAN BOMMELI, J. 2009. One man two hats. What’s all the commotion! *Financial Review*, 44: 179-212
- FAMA, E. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, Vol, 88, n^o2, pp. 288-207.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. 1976. “Theory of de Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- KAPLAN, Steven N. y BERNADETTE, Minton, 1994, Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 36 (1994) 225-258.
- MATHIESEN, Henrik (2002): “Managerial Ownership and Financial Performance”, Ph.D thesis. Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management.
- MAW, N. y CRAIG-COOPER, M. (1994). *Maw on Corporate Governance* ed. by Alsbury, A. Dartmouth Publishing.

- MORCK, Randall. "Behavioral Finance in Corporate Governance- Independent Directors, non Executive Chairs, and the importance of the Devil's Advocate" Working Paper 10644. <http://www.nber.org/papers/w10644>, consultado 3 de Marzo de 2011.
- OCDE (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. París, p.11.
- OLIVENCIA, M. (1998) *El gobierno de las sociedades cotizadas (Código de buen gobierno)*.
- Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de Sociedades.
- RAPPAPORT, Alfred 1997. *La creación de valor para el accionista*. Ed. Deusto. Bilbao.
- SARBANES-OXLEY Act (2002). Pub. L. No. 107-204, 110 Stat. 745.
- SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. 1997. "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance* 52 (June 1997):737-783.
- SMITH, Adam (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*.
- WOLFENSOHN, J. "Corporate governance is about promoting corporate fairness, transparency and accountability". Quoted in *Financial Times*, June 21, 1999.