



Contratos Financieros Principal-Agente

© Juan Mascareñas

Universidad Complutense de Madrid

Versión inicial: mayo 1999 - Última versión: julio 2007

- *Introducción a la teoría de la agencia, 2*
- *Las relaciones entre principal - agente, 5*
- *La separación entre la propiedad y el control, 9*
- *Los conflictos de intereses entre los directivos y los accionistas, 14*
- *Los conflictos de intereses entre los accionistas y los acreedores, 18*
- *Los conflictos de intereses entre la empresa y los consumidores, 25*
- *Cómo afectan los problemas financieros a las relaciones de agencia, 27*
- *Contratos completos e incompletos, 28*
- *La gestión de los contratos financieros, 29*
- *Los inversores institucionales y el gobierno corporativo, 34*



1. INTRODUCCIÓN A LA TEORÍA DE LA AGENCIA

Se denomina *agente* a una persona que actúa en nombre de otra -el *principal*-. Cuando un deportista profesional quiere negociar un contrato con un club, que pretende hacerse con sus servicios, recurre a su representante para que actúe en su nombre; cuando una productora de cine, que está confeccionando el reparto para una película, habla con los representantes de los actores de cara a negociar las condiciones de los contratos y su disponibilidad; cuando el delegado de la clase negocia en nombre de sus compañeros con las autoridades académicas las fechas de exámenes; cuando los accionistas de una compañía no desean dirigirla o gestionarla recurren a un directivo profesional para que lo haga en su nombre. Estos son cuatro de los innumerables ejemplos existentes de relaciones entre los *agentes* (representantes, delegados, directivos, etc.) y los *principales* (deportistas, actores, alumnos, accionistas, etc.). Las relaciones entre ambas partes son estudiadas en el marco de *la teoría de la agencia*¹, cuyo objetivo es mostrar cómo las empresas difícilmente se comportan de manera que maximicen su valor que, como recordaremos, es la suposición básica de la mayoría de los modelos de análisis económico-financieros.

La divergencia entre los diferentes intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados *problemas de agencia*. Así, por ejemplo en el caso de la empresa, los directivos pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas. Esto implicará la necesidad de diseñar un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con objeto de asegurarse de que los directivos (agentes) actúan en sintonía con los intereses de los accionistas (principales)². Claro que dicho sistema implica unos costes que, evidentemente, se denominan *costes de agencia*, cuya consideración es de suma importancia en el proceso de toma de decisiones empresariales³.

Los problemas de agencia surgen debido a la *asimetría de la información*, es decir, si el principal conociese exactamente todas las acciones del agente (o toda la información que éste posee), éste último no actuaría a favor suyo y en contra de los intereses de quien le paga. Por tanto, no habría problemas de agencia si fuese posible realizar un seguimiento de las acciones del agente a un coste razonable. Pero esto, obviamente, es imposible en muchas ocasiones debido a que el agente tiene acceso a una información que se encuentra fuera del alcance del principal y que le induce a actuar en un sentido que pasará inadvertido a éste último.

En las relaciones contractuales existentes entre los diversos componentes de la empresa moderna existen problemas de agencia. Así, por ejemplo, los

¹ Esta teoría se debe a Michael JENSEN y William MECKLING quienes la expusieron en su trabajo "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.4 Nº 4 (Octubre) 1976. Ambos autores toman como base de su teoría los modelos de comportamiento humano REMM (*Resourceful, Evaluative, Maximizing Model*) y PAM (*Pain Avoidance Model*), cuya discusión puede verse en JENSEN, Michael y MECKLING, William: "The Nature of Man", *Journal of Applied Corporate Finance*. Verano. 1994

² Michael Jensen define al *agente perfecto* como aquél que toma decisiones sin tener en cuenta sus propias preferencias, sino sólo las del principal.

³ Existe otra fuente de costes de agencia, los costes en los que se incurre como resultado de los problemas de auto-control (acciones que pueden perjudicar tanto a su autor como a los demás) y que se denominan problemas de agencia consigo mismo. Véase THAYLER, Richard y SHEFRIN: "An Economic Theory of Self Control". *Journal of Political Economy*, V 89 Nº 2 (abril) 1981. Pp.: 392-406



prestamistas invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado. Pero los recursos financieros que aquéllos han prestado a la empresa se invierten en activos que son elegidos por los directivos de la compañía y no por los propios prestamistas, por ello si éstos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa, a través de las denominadas *cláusulas de protección*⁴, a no arriesgarlo más allá de un límite determinado (lo que representa un *coste de agencia*). Más adelante veremos otros ejemplos de relaciones de agencia en el ámbito empresarial.

1.1 Formas de asimetría informativa

La información asimétrica en los contratos financieros puede adoptar tres formas: la selección adversa, el riesgo moral y los costes de seguimiento.

*La selección adversa (adverse selection)*⁵.

Surge cuando el prestamista no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de conceder el préstamo. En el contexto de un contrato de préstamo, y a igualdad de valor esperado, el prestamista o acreedor preferirá los proyectos más seguros y el prestatario o deudor los más arriesgados. En este escenario, los prestatarios-agentes que disponen de proyectos arriesgados intentarán ocultar el verdadero riesgo del proyecto con objeto de aprovecharse de la relativa desinformación del prestamista-principal. El resultado será que los acreedores, al no disponer de información fiable sobre cada uno de los proyectos que se les pide que financien, exigirán un tipo de interés representativo del riesgo medio de dichos proyectos, lo que provocará que aquellos prestatarios que poseen proyectos de bajo riesgo renuncien a realizarlos porque su financiación será demasiado cara y, por el contrario, los que posean proyectos con un riesgo superior a la media estarán encantados de poder financiarlos a un coste inferior al que debieran haberlo hecho.

En un contexto más genérico si algunas personas saben más que otras sobre la calidad de un producto (en la venta de un producto usado, por ejemplo, el vendedor conoce la calidad exacta del mismo, no así el comprador), entonces algunos productos de alta calidad podrían no ser comercializados en absoluto o muy poco (por ejemplo, el comprador –al no saber la calidad del producto- estaría dispuesto a pagar un precio intermedio entre lo que valdría uno de alta calidad y otro de baja; por tanto, los productos de alta calidad no serían ofrecidos por los vendedores a dichos precios). Podría pensarse que los vendedores se beneficiarían de su información privilegiada pero, en realidad, no hay ganadores: los compradores inteligentes no jugarán a un juego de este tipo en el que saben que tienen todas las de perder. Por tanto, el mercado de este producto debería existir pero no lo hace porque la información asimétrica lo impide. Para que pueda existir, alguien, que no sea el vendedor, deberá facilitar al comprador un indi-

⁴ Véase el epígrafe 9.1

⁵ El primer trabajo sobre la selección adversa se debe al premio Nobel de 2001, G. Akerloff en su trabajo "The market for lemons", *Quarterly Journal of Economics* 83, nº 3. 1970. Pp.: 488-500



cio de la calidad del producto (por ejemplo, las agencias de calificación de riesgos cumplen esa misión en el mercado de emisión de obligaciones o bonos; o los títulos universitarios por los que una institución garantiza la calidad de los ex-alumnos de la misma).

El *riesgo moral* (*moral hazard*). Consiste en la habilidad del agente para emplear el dinero prestado en un proyecto distinto al acordado con el principal gracias a que éste último tiene una información incompleta y su sistema de control es imperfecto. Así, entre dos proyectos que tengan el mismo rendimiento esperado, aquél que tenga una mayor probabilidad de éxito será el más castigado porque reduce el valor de la responsabilidad limitada del agente. Este riesgo se produce cuando una persona cambia su conducta al enterarse de que dispone de un tipo de seguro. Un ejemplo de riesgo moral se produce cuando los inversores internacionales colocan su dinero en países de alto riesgo con la esperanza de lograr un rendimiento muy alto aunque muy incierto, pero sabiendo que si la situación se vuelve insostenible es muy probable que el Fondo Monetario Internacional preste a ese país el dinero necesario para hacer frente a sus deudas (ellos no invertirían en esos países si supieran que el FMI no iba a actuar como prestamista de último recurso). Citando a Tim Harford⁶ "si compensas a las personas cuando les sucede algo malo, quizás se vuelvan menos cuidadosas".

Garantía y riesgo moral

vicente baquero

No hay ninguna institución oficial de control o Estado que en última instancia sea capaz de proteger a un individuo de sus propios errores en una sociedad libre. Lo que sí pueden hacer las autoridades es establecer una serie de incompatibilidades que reduzcan a un mínimo los conflictos de intereses de todos aquellos que, de una u otra forma, participan en los mercados, separando tajantemente las funciones de custodia, intermediación, mercado primario y gestión e insistiendo con los particulares en su responsabilidad última a la hora de escoger uno u otro proveedor de esos servicios.

La constitución obligatoria de un fondo de garantía que cubra a todos, favorece claramente al irresponsable. Una institución seria, que tiene que competir a la hora de ofrecer rentabilidades y productos, ve como con frecuencia se le marchan los clientes a otras sociedades menos ortodoxas, que ofrecen condiciones en ocasiones irresponsablemente más favorables. Si a éstas, encima, les proporcionamos el amparo, según la nueva normativa, de una cobertura de

Además, tiene el riesgo añadido de librar al inversor de su deber de prudencia y vigilancia, originando una fuente inagotable de nuevas estafas. Siendo realistas, si un cliente no contempla el riesgo de una inversión, acaba colocando su dinero allí donde prometan remunerarle más, independientemente de si la operación tiene lógica. El establecimiento de tal fondo, por añadidura con carácter retroactivo, carece de toda lógica mercantil. Cualquiera podría solicitar, por el mismo criterio, que se le resarza de pérdidas incurridas por una ingenuidad temeraria.

Otra cosa sería exigir a cada entidad un seguro o unas garantías, financieras y personales, según su nivel de riesgo. A alguien que no tiene depositados fondos, que sea un puro gestor o intermediario, no hay que exigirle más que transparencia y una garantía reducida, ya que no requiere de la misma solvencia que el que maneja y deposita dinero ajeno. El cliente recibe la información de su actuación por varias vías, y la autoridad de vigilancia debe en-

⁶ HARFORD, Tim (2007): *El economista camuflado*. Temas de Hoy. Madrid. Pág. 155



riesgo general -es lo que los anglosajones, con amplia experiencia en estos temas, llaman *moral hazard* o riesgo moral- el resultado es un escarnio para una sociedad de servicios sería, ya que encima de perder sus clientes, tiene que proporcionarle a esa otra sociedad el apoyo moral de que carece por sí misma.

cargarse de que tal información se proporcione correctamente. Si se establecieran unas garantías excesivas o una mecánica informativa cuyo cumplimiento exigiese una gran base administrativa a todos los sujetos del mercado por igual, éste acabaría en manos exclusivamente de las macroinstituciones, que también tienen sus intereses, eliminado completamente la competencia.

Época. Semana del 16 al 22 de noviembre de 2001. Pág.: 122

Los *costes de seguimiento (monitoring costs)* se derivan de una acción oculta por parte del agente, que se aprovecha de su superioridad informativa, para declarar beneficios inferiores a los reales lo que, según él, le impide hacer frente al servicio de su deuda. Cuando esto ocurra el principal deberá realizar un seguimiento de las acciones del agente o deudor (una auditoría, por ejemplo) con objeto de comprobar la veracidad de su afirmación. Este seguimiento implica un coste adicional, que es incorporado en el tipo de interés del préstamo lo que contrarresta la supuesta ventaja informativa del agente, y no sólo eso sino que tanto el deudor deshonesto como el honesto (el que anuncia siempre su verdadero beneficio) soportan la traslación del coste de seguimiento. Como el principal considera ventajoso el seguimiento, el agente tiende a optar por la honestidad, por ello se dice que el seguimiento tiende a alinear los incentivos de ambas partes.

2. LAS RELACIONES PRINCIPAL-AGENTE

Cualquier situación en la que una o más personas ha delegado la autoridad, a la hora de tomar decisiones a otra u otras personas, puede describirse en términos de relaciones principal-agente. Así, por ejemplo, los vendedores, los gestores de fondos, los directivos de sociedades cooperativas, los abogados, los agentes de viajes, los agentes inmobiliarios; o, en el caso que nos ocupa, los directivos de las compañías, que son contratados por los accionistas para que gestionen la empresa en su nombre. Profundizando en este último ejemplo, podemos decir que en cada nivel del organigrama empresarial al delegar autoridad en la toma de decisiones se produce una relación principal-agente (véase la tabla 1). Es importante comprender que ésta última también se puede producir aunque no haya una relación contractual entre las partes que explicita dicha delegación de autoridad.

Como comentamos en el epígrafe anterior, los problemas de agencia surgen cuando hay un conflicto de intereses entre el principal y su agente. Si aquél tuviese un conocimiento exacto de las acciones de éste, o el contrato que les liga fuese tan perfecto que los intereses de ambas partes resultaran coincidentes (por ejemplo, si los intereses del agente se consiguieran plenamente al mismo tiempo que logra satisfacer totalmente los intereses del principal) no existirían problemas de agencia. Pero como nuestro mundo es imperfecto y la información no flu-



ye igual para ambas partes, sino que es asimétrica, debemos buscar aquellos contratos financieros que minimicen los problemas de agencia.

Entidad	Principales	Agentes
Sociedad anónima	Accionistas	Directivos
Sociedad anónima	Obligacionistas y acreedores	Accionistas
Sociedad anónima	Consumidores	La empresa
Empresa controlada	Prestamistas	Propietario-directivo
Fondo de inversión	Inversores	Gestor del fondo
Fondo de pensiones	Pensionistas	Gestor del fondo

Tabla 1. Ejemplos de relaciones principal-agente

Estos conflictos también pueden surgir entre partes que *a priori* no parecen tener una relación principal-agente y, sin embargo, sí se pueden modelizar como tales. Un clásico ejemplo es la relación accionistas-obligacionistas que se define como agente-principal porque los segundos tienen interés en que las decisiones empresariales que los primeros (o sus agentes) tomen sobre la forma de invertir el dinero prestado proporcione buenos resultados y no lleve a la empresa a la quiebra; porque los prestamistas no podrían recuperar su dinero ni los intereses de su préstamo. Concretando, las decisiones concernientes a la utilización de los activos dependen de los accionistas, mientras que la riqueza de los obligacionistas es función de los resultados de dichas decisiones.

Una gran cantidad de las decisiones que implican conflictos de intereses en un contexto principal-agente se modela a través de los denominados *derechos contingentes*⁷ sobre la empresa. Por ejemplo, las acciones ordinarias pueden ser contempladas como una opción de compra sobre los activos de la compañía, de tal manera que sólo les interesará a los accionistas adquirirlos si su valor supera al de la deuda; en caso contrario, los acreedores se los quedarán. Así, muchas de las características concernientes a las opciones pueden aplicarse a los conflictos de intereses que surgen en las relaciones de agencia. La visión de la empresa como un abanico de derechos contingentes y de relaciones principal-agente que implique el control de la toma de decisiones sobre todos, o una parte, de los activos empresariales representa un cambio importante en la forma de analizar las compañías.

2.1 Tipos de costes de agencia

Los costes de agencia existentes en las relaciones principal-agente pueden clasificarse en tres tipos:

⁷ Es un derecho que puede interesar ejercer según se den determinados resultados, o no. Por ejemplo, una opción se ejercerá antes de su vencimiento si proporciona beneficios (*in the money*) a su propietario. El valor de la opción depende (deriva, o es contingente) del valor del activo subyacente.



1. *Costes de los contratos financieros.*
 - Costes de transacción de formalizar el acuerdo contractual (por ejemplo, los costes de emisión de las obligaciones).
 - Costes de oportunidad impuestos por las restricciones que excluyen otras decisiones óptimas (por ejemplo, la imposibilidad de realizar proyectos de inversión con un VAN positivo debido a la existencia de las cláusulas de protección de las obligaciones que impidan una financiación adicional).
 - Los incentivos pagados al agente para animarle a actuar en consonancia con los intereses del principal (por ejemplo, bonificaciones en función de los beneficios o de la cotización de las acciones de la empresa).
2. *Los costes de seguimiento o control de las acciones del agente* (por ejemplo, los costes de auditoría).
3. *La pérdida de riqueza del principal debida a que el agente persigue objetivos divergentes con relación a los de aquél a pesar del seguimiento al que se le somete* (por ejemplo, las excesivas cuentas de gastos de los empleados).

La existencia de problemas de agencia no significa, necesariamente, que los agentes (los directivos, por ejemplo) no persigan los intereses de los principales (la maximización del valor de la empresa, por ejemplo), sino que para éstos resulta más costoso asegurarse de que los agentes actúan como deben.

En resumen, *el coste de agencia es el coste incremental, por encima del coste en que se hubiese incurrido en un mercado financiero o laboral perfecto.*

El problema al que se enfrenta el principal es encontrar el contrato que minimice el coste total de agencia en cada situación. Los costes de agencia son soportados por el principal y no por el agente; de hecho, éste último rehusará participar si el contrato no es de su agrado, por tanto hay que inducirle a hacerlo. Una forma de conseguirlo es que el agente comprenda que puede beneficiarse de su propia "mala conducta", es decir, el principal debe asumir que la conducta del agente será poco ética si se le da la oportunidad. Esto demuestra la crítica importancia del proceso de contratación financiera⁸ en la que las partes deben anticipar la actuación de sus contrapartes, pues de no hacerse así puede resultar verdaderamente costoso.

2.2 Seguimiento o control (*monitoring*)

A través de la inclusión en el contrato de los apropiados incentivos, restricciones y penalizaciones el principal puede animar al agente a actuar según sus intereses. Así, las opciones de compra de acciones para la directiva y los incentivos en forma de acciones se diseñan con ese fin. Ahora bien, en bastantes casos el principal no puede observar todo lo que hace el agente y por ello éste último actúa

⁸ Ilustrada en el principio de que *toda transacción tiene dos partes.*



en su propio beneficio (y en perjuicio de aquél) incurriendo en un problema de *riesgo moral* (recuerde que éste ocurre cuando el agente destina los recursos financieros a un fin distinto al que pactó con el principal porque sabe que éste es incapaz de descubrirlo). Para cubrirse de este riesgo el principal puede realizar un *seguimiento* o control de las acciones del agente aunque, es necesario decir que, ello es costoso y a veces totalmente imposible de llevar a cabo⁹. La mayoría de los contratos, o bien no incorporan el seguimiento, o lo hacen de forma incompleta. Un típico ejemplo es la venta a comisión en la que el agente recibe un porcentaje del precio de venta; un seguimiento parcial y/o incompleto podría consistir en una auditoría de los gastos empleados para poder realizar las ventas, reduciéndose la comisión si aquéllos superan un cierto nivel.

Cuando un principal utiliza en su nombre a un agente, una consideración importante, a la hora de determinar una asignación eficiente de los recursos del principal debido a los costes implicados, es el alcance del seguimiento. Así, la probabilidad de que un agente incurra en comportamientos impropios es una función inversa del alcance del control al que sea sometido. De tal manera que para una situación determinada, existirá una cantidad de seguimiento óptima (que contrarreste la posibilidad de pérdida de recursos debida a la falta de ética del agente) con relación a los recursos empleados en realizar el seguimiento de sus actuaciones.

2.3 Los costes de fianza (*bonding costs*)

Los costes de fianza son aquéllos en los que incurren los agentes para asegurarse de que actuarán en sintonía con los intereses de los principales. Así, por ejemplo, un directivo puede realizar un contrato que le obligue a permanecer en la empresa aún cuando ésta sea adquirida por un tercero; en este caso el directivo está incurriendo en un coste implícito al renunciar a otras oportunidades de empleo alternativas. Las horas extras no remuneradas realizadas por los empleados pueden ser otro ejemplo.

2.4 La pérdida residual

Incluso cuando los sistemas de seguimiento y de fianza son utilizados convenientemente puede existir alguna divergencia entre los intereses del principal y el del agente. El coste resultante de dicha divergencia se denomina *pérdida residual*. Ésta es el coste implícito que resulta de la imposibilidad de alinear perfectamente los intereses del agente y del principal, a pesar de haberse incurrido en costes de seguimiento y de fianza.

En resumen, Jensen y Meckling opinan que los conflictos de intereses causarán problemas y pérdidas a las partes implicadas, por lo que ambas estarán fuertemente motivadas para minimizar los costes de agencia de tal cooperación. Este

⁹ Aunque el coste del seguimiento inicialmente corre a cargo del principal, en muchos casos, se le acaba repercutiendo al agente.



“principio de la conservación del valor” es la fuerza básica que impulsa tanto al agente como al principal a minimizar la suma de los costes de realización, de cumplimiento (implícito y explícito) de los contratos a través del seguimiento, de fianza y la pérdida residual.

De hecho la propuesta principal de la teoría de la agencia radica en que las personas racionales siempre tienen incentivos para reducir o controlar los conflictos de intereses en orden a minimizar las pérdidas que dichos conflictos pueden generar.

3. LA SEPARACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL CONTROL

Salvo en el caso de las empresas muy pequeñas lo normal es que los propietarios de una compañía encarguen a un directivo, o equipo de directivos, la gestión de la empresa ante la imposibilidad de ser dirigida por sus propietarios¹⁰. En pura teoría, los directivos trabajan para los propietarios y si aquéllos no actúan en sintonía con los intereses de éstos corren el riesgo de ser despedidos. Pero en la práctica esto no es exactamente así, puesto que los directivos tienen un considerable control sobre la empresa y sus activos; por lo que, en ocasiones, han sido acusados de utilizar los activos de la empresa en su favor y en contra de los intereses de los verdaderos propietarios de la compañía. Concretando, la propiedad y el control de una empresa moderna y de sus activos están separados casi por completo. Por ello, los directivos de compañías, cuyo capital social está repartido entre muchos accionistas, pueden ser contemplados como agentes de éstos últimos lo que, evidentemente, conlleva unos costes de agencia cuando los intereses de ambas partes no coinciden.

La teoría financiera mantiene que el objetivo de los accionistas es la maximización del valor actual de sus inversiones. En un mercado de capitales perfecto los directivos, con objeto de perseguir el objetivo antedicho, tomarán aquellos cursos de acción que proporcionan los mayores valores actuales netos positivos posibles; además, si todas las partes reciben la misma información de forma gratuita no existirá asimetría en la información. En este mundo idílico los directivos que tomen buenas decisiones serán premiados y los que se equivoquen serán penalizados, puesto que sus decisiones serán inmediatamente conocidas por los accionistas. Pero el mundo en el que vivimos es imperfecto y en él existe la asimetría en la información lo que permite que los directivos puedan perseguir objetivos diferentes a los que quisieran sus empleadores.

Después de leer el párrafo anterior usted se preguntará que cuáles son los objetivos que persiguen los directivos. Pues bien, éstos pueden favorecer el crecimiento del tamaño de la empresa, incluso a expensas de la riqueza de los accionistas, por una serie de motivos. Los directivos parecen valorar el salario, el po-

¹⁰ Observe que hay un conflicto entre diversificación del riesgo y control. Si un accionista posee la totalidad de las acciones de la compañía tiene el control de la misma pero asume todo el riesgo total de ella. Si quiere diversificar su riesgo total al máximo no le quedará más remedio que renunciar a su control poseyendo sólo una pequeña parte de sus acciones.



der, el status, todo lo cual va unido al tamaño empresarial. Este último proporciona a los directivos: a) una buena seguridad en el empleo por la dificultad de que se produzca una toma de control hostil y b) una gran capacidad de generar autofinanciación. Ambos aspectos distancian a la empresa del ojo vigilante del mercado y aumentan la seguridad de los directivos. Además, un crecimiento rápido del tamaño de la compañía favorece el ascenso de los directivos de los niveles inferiores¹¹. Evidentemente hay otros objetivos como cuentas de gastos para viajes y entretenimiento, aumentar el tamaño de los asesores, fondos para inversiones discrecionales, y minimizar el riesgo personal asociado con las decisiones de las que son responsables.

Es necesario decir que aunque los objetivos de directivos y propietarios no coincidan esto no quiere decir que estén totalmente enfrentados. Por ello es conveniente examinar: a) las decisiones particulares por las que es más probable, y más costoso para los accionistas, que los directivos realicen decisiones empresariales subóptimas interesadas; y b) las fuerzas que tienden naturalmente a limitar la divergencia entre los objetivos.

3.1 La ética del directivo

Ya hemos señalado que el principal objetivo de los directivos debería ser maximizar el valor de la empresa. Es decir, que aquéllos deberían evaluar el impacto que cada posible curso de acción ejerce sobre el valor de la compañía y elegir los que sean compatibles con el objetivo antedicho. Las finanzas corporativas suministran las herramientas necesarias para valorar dicho impacto.

Ahora bien, existe una importante restricción a tener en cuenta a la hora de maximizar el valor de la empresa, restricción que tiene que ver con la realización de un comportamiento ético y legal. En ocasiones, los directivos buscando satisfacer tanto el objetivo de los propietarios como el suyo propio, se comportan de forma poco ética o incluso claramente ilegal. Ejemplos como la fijación de precios, la utilización de la información privilegiada, las manipulaciones del mercado (o la maquinación para alterar el precio de los activos), etcétera, están a la orden del día. Ni que decir tiene que tales comportamientos deben desecharse aunque fuesen realizados en orden a beneficiar a los accionistas o propietarios de la empresa. Cuando los directivos actúan persiguiendo su propio interés en detrimento del de los accionistas también están realizando un acto inmoral que debe ser claramente rechazado¹².

La cuestión predominante con respecto a los contratos financieros es cómo prevenir, o minimizar, tales comportamientos. La respuesta es la realización de

¹¹ Algunos estudios llegan incluso a demostrar como el crecimiento empresarial es impulsado más allá del punto en el que los accionistas maximizan su riqueza. A este respecto véanse MARRIS, Robin: "A Model of the 'Managerial' Enterprise", *Quarterly Journal of Economics* 77 (mayo de 1963). Págs.: 185-209 y MARRIS, Robin: *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*. Macmillan. London. 1964

¹² La evidencia empírica, realizada a través de las diferencias en los costes administrativos según los sistemas de seguimiento empleados, parece demostrar la existencia de directivos que actúan de esta forma. Véase el artículo de AKELLA, Srinivas y GREENBAUM, Stuart: "Savings and Loan Ownership Structure and Expense-Preference" *Journal of Banking and Finance* 12 (Sept). 1988. Pp.: 419-437



un control razonable de las actividades de los agentes y el empleo de contratos que minimicen la posibilidad de conflictos de intereses.

En conclusión¹³, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas con otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes, etc.) y, en general, observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios.

Fondos de pensiones chilenos se suman a la oposición a la compra de Enersis por Endesa [ABC. 26-8-97]

Consideran que la española favorece a los ejecutivos en detrimento de los accionistas

Madrid. **Miguel Larrañaga**

La compra de Enersis por Endesa se ha topado con la oposición de dos de los más importantes fondos de pensiones chilenos, que consideran que la oferta de la española favorece los intereses de los ejecutivos de las sociedades que controlan Enersis (las «chispas») en detrimento de los accionistas e inversores. Por ello, han solicitado la convocatoria de una Junta de Accionistas de Luz, una de las sociedades «chispas» accionista de Enersis.

Según explicó ayer a ABC Henry Rudnick, de la sociedad chilena de Bolsa CB Capitales, «es la primera vez en quince años de existencia que los fondos de pensiones chilenos toman una actitud tan activa».

Y es que los gestores de los fondos de pensiones consideran que tras la oferta de Endesa hay «gato encerrado». El problema fundamental es el reparto de los 1.500 millones de dólares que Endesa destinará a controlar Enersis.

Según Rudnick, «los ejecutivos, que controlan sólo el 0,06 por ciento del capital, se llevarán 500 millones de dólares, mientras que el resto de los accionistas tendrán que repartirse los 1.000 millones restantes. Y eso es porque los ejecutivos de las «chispas» controlan el consejo de Enersis. Así, mientras los accionistas de las «chispas» tienen que conformarse con 220 ó 490 pesos, a los ejecutivos se les va a pagar 185.000 pesos por acción».

Así las cosas, al menos dos fondos de pensiones chilenos han solicitado la convocatoria de Junta Extraordinaria de Accionistas de Luz, en la que plantearán la disolución de la sociedad y que se repartan entre los accionistas los títulos de Enersis que controla la sociedad para negociar su venta a Endesa al margen de los ejecutivos.

Esta acción complementa a la oferta lanzada por un grupo de inversores de Luz, que ofrece 30 pesos por acción más que Endesa para hacerse con el control de la sociedad.

Esta corriente de oposición podría poner en peligro la operación de toma de control de Enersis por parte de Endesa, ya que la misma está condicionada a una aceptación del 66 por ciento del capital de cada una de las sociedades «chispas».

Endesa tiene ya aceptaciones en las cuatro restantes sociedades «chispas» que suponen el 50 por ciento de sus capitales respectivos. Según Rudnick, la oposición en Luz se debe a que está controlada por inversores institucionales y privados, mientras en las restantes la mayoría la tienen los trabajadores.

¹³ Informe Olivencia pág. 19



SE PAGABA CON LAS DIETAS

Volkswagen dice que 'a menudo' pagó prostitutas a su ex director Peter Hartz
El Mundo 29-sep-2005

FRÁNCFORT.- El responsable de personal del fabricante automovilístico Volkswagen, Klaus-Joachim Gebauer, ha reconocido que la compañía pagó "a menudo" los servicios de prostitutas a su antiguo director de personal, Peter Hartz, íntimo ex colaborador del canciller, Gerhard Schröder, y creador de las reformas laborales que actualmente aplica el Gobierno.

Según Gebauer, en una entrevista publicada en el semanario 'Stern', "la mayoría de las veces la pagaba yo (la prostituta) y luego la cobraba de las dietas. A veces, Hartz me dio algo después, pero no a menudo. El no tenía ni idea de cuánto hay que pagar por ello".

En la información publicada en el 'Stern' se asegura que "Gebauer, de 61 años, es una figura central, en el escándalo de los viajes de lujo, prostitutas y empresas tapaderas, que afecta al consorcio Volkswagen".

La auditora KPMG anunció que el próximo mes de noviembre presentará al Consejo de Supervisión del Grupo Volkswagen un informe sobre las presuntas irregularidades cometidas por algunos empleados de la compañía acusados de corrupción.

Trabajó 32 años para VW

Añade que el directivo trabajó 32 años para Volkswagen y fue la persona de contacto entre la dirección de la compañía y el comité de empresa, a la vez que responsable de la organización de viajes de este gremio y de otros representantes de los trabajadores.

Volkswagen organizó desde mediados de los años noventa este sistema de viajes de placer para altos cargos sindicales y directivos del grupo.

Además de Hartz, Gebauer ataca duramente en la entrevista a Klaus Volkert, quien hasta este verano, antes de su dimisión, fue el presidente del comité de empresa.

Peter Hartz también tuvo que dimitir con motivo de la publicación en medios de comunicación alemanes de este escándalo. El entonces director de la marca checa Skoda, Helmuth Schuster, y Gebauer fueron cesados de sus cargos por Volkswagen.

Schuster y Volkert participaban, supuestamente, en una empresa que quería obtener pedidos del fabricante Skoda, filial checa de Volkswagen.

Volkert estaba considerado como uno de los más influyentes sindicalistas alemanes y entre 1990 y este verano jefe del comité de empresa y miembro del consejo de supervisión de VW.

En Lisboa, Praga y la India

La revista alemana ofrece con todo detalle los hoteles y locales de alterne a los que acudían los directivos en destinos como Lisboa, Praga y la India con todos los gastos pagados a cuenta de Volkswagen.

'Stern' asegura que una de las prostitutas que Hartz frecuentaba tenía 24 años, era de origen brasileño y que estuvo con este ejecutivo el pasado mes de mayo tras encontrarse en el club "Elefante Branco" gracias a la mediación de Gebauer.

Tanto Hartz como Volkert han rechazado comentar estas acusaciones, que están siendo investigadas por la justicia germana, y se han remitido a sus abogados. Volkswagen ha comenzado a reducir su excedente de personal y de producción mediante duros recortes de plantilla y de filiales deficitarias.

El fabricante germano considera que en su central de Wolfsburg hay unos 10.000 puestos redundantes, que su presidente, Bernd Pischetsrieder, quiere eliminar con jubilaciones anticipadas e indemnizaciones.

3.2 Asimetría informativa y reputación del agente

Es preciso señalar que algunas de las decisiones conectadas con la elección de un contrato financiero pueden influir en la reputación del agente. Por ejemplo, un agente puede renunciar a obtener un beneficio personal a corto plazo con objeto de lograr un beneficio a largo plazo aumentando, con ello, el valor de sus servi-



cios a través de su buena conducta en el corto. Los agentes que dispongan de buena reputación pueden solicitar unas remuneraciones más altas por sus servicios porque ello implica una garantía de que sus actuaciones proporcionan resultados satisfactorios a los principales. Por tanto, el aumentar o mantener la buena reputación es algo valioso, mientras que su pérdida conlleva costes importantes.

Por otro lado, a la hora de elegir un determinado contrato financiero, un agente puede estar de acuerdo en un seguimiento más cercano con objeto de obtener un mayor precio por sus servicios el cual nunca lograría de no ser controlado tan duramente. El principal, por su lado, está de acuerdo en pagar ese sobreprecio debido al coste efectivo relacionado con el coste de emplear a otro agente a un precio aparentemente más bajo pero con una mayor probabilidad de mala conducta. En cada caso, el participante está comparando unos costes contra otros con objeto de elegir aquél componente que le proporcione un coste inferior.

Las acciones de Ahold se derrumban tras comprobarse que infló sus beneficios

ELENA ALARILLA. Especial para El Mundo. 25-Febrero-2003

BRUSELAS. La tercera cadena de alimentación más importante del mundo se derrumbó ayer en Bolsa y cerró la sesión con una pérdida del 63% de su valor tras reconocer que había inflado sus resultados en casi 500 millones de dólares en los últimos dos años.

El anuncio provocó pérdidas generalizadas en las Bolsas europeas —al dejar patente que el Viejo Continente no ha quedado al margen de los escándalos contables como el de Enron en EEUU—, y la dimisión inmediata de su presidente y consejero delegado, Cees van der Hoeven, y del director financiero, Michael Meurs.

El caso Ahold es el mayor escándalo financiero descubierto en un grupo europeo después de que el pasado año Enron y WorldCom hundieran las Bolsas de todo el planeta por las irregularidades detectadas en sus cuentas.

Y, no es para menos, porque se trata de la tercera cadena de alimentación del mundo, con presencia en 27 países y propietaria de las franquicias de Stop & Shop y Giant en Estados Unidos, así como de la líder de los supermercados holandeses Albert Heijn.

Sólo en España, donde entró en 1998, Ahold tiene 613 establecimientos con la marca Supersol. En 2001 vendió productos por valor de 2.000 millones de dólares

Según explicaba ayer el presidente del consejo supervisor de Ahold, Henny de Ruiter, las infracciones detectadas afectan a la filial norteamericana Foodservice donde los beneficios se han inflado en más de 500 millones de dólares en 2001 y 2000, lo que obligará a la empresa a reformular sus cuentas para estos dos ejercicios.

Foodservice, a través de la cual la compañía holandesa obtiene el 60% de sus ganancias en Estados Unidos, opera en 1600 tiendas en la costa este del país, pero también es el segundo distribuidor de alimentos a restaurantes, hoteles, instituciones de cuidados de la salud e instalaciones deportivas en Estados Unidos.

Retraso indefinido

Además, también se han detectado irregularidades en los programas promocionales de la filial argentina Disco, donde el problema no son cifras infladas sino el tratamiento contable de ciertas transacciones, que se espera que no tengan un fuerte impacto en la multinacional holandesa. .

Al final, Ahold reconoce que la caída de los beneficios del grupo en 2002 es mayor que el 8% previsto y anunciado a finales del pasado año, y podría alcanzar cifras entre el 12% y el 20%. Por si acaso, la compañía ha retrasado, sin concretar la fecha, la publicación de sus resultados anuales, que estaba prevista para el 5 de marzo.

El escándalo desatado en la compañía supone el fin de varios meses de fuertes pérdidas como consecuencia de las diferentes normas contables vigentes en Holanda y Estados Unidos,



Por ejemplo, el pasado mes de abril, los beneficios anunciados por Ahold según los principios contables americanos eran un 90% menores que los publicados en Holanda, lo que provocó una caída del 10% en dos días en la cotización de sus acciones.

Meses más tarde, en octubre, la empresa volvió a caer en las Bolsas más del 9% en tres días, tras anunciar que la evolución de sus beneficios en Estados Unidos sería peor de lo previsto. Y, finalmente ayer, Ahold alcanzó mínimos históricos, tras experimentar una caída del 63%, hasta los 3,59, lo que provocó un retroceso del 5,4% al cierre de la Bolsa de Amsterdam.

La respuesta de las Bolsas en toda Europa también ha sido muy negativa. En España, este nuevo escándalo contable -al que hay añadir la volatilidad por el riesgo del conflicto bélico con Irak- se cerró con pérdidas del 1,51%, arrastrada también por las caídas de los mercados de Wall Street y Frankfurt, que cedieron un 1,5% y un 2,3%, respectivamente.

Recuerdos desagradables

Y, así, una por una todas las Bolsas del Viejo Continente: París caía un 1,56%, Londres un 0,67% y Milán un 0,11%...

«Las irregularidades contables de Ahold reviven recuerdos desagradables. Este es el conductor principal del precio de las acciones hoy, ya que un inversor no puede confiar en las cifras de la compañía», aseguraba John Hatherly, jefe de análisis mundial de M&G Asset Management.

El derrumbe de Ahold también afectó sustancialmente a las empresas con participaciones en la compañía. Así, los títulos de ING y Aegon cayeron en la Bolsa de Amsterdam un 6,68% y un 6,6% respectivamente, mientras que los de Fortis descendieron un 3,84%.

4. CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE DIRECTIVOS Y ACCIONISTAS

Las partes implicadas en un conflicto de intereses establecen relaciones contractuales con objeto de resolverlos, pero tales conflictos no pueden desaparecer totalmente porque ningún contrato puede cubrir todas las contingencias posibles. Por ello a partir de este epígrafe y durante los tres siguientes vamos a analizar diversos conflictos de intereses a través de la teoría de la agencia.

En este epígrafe vamos a analizar algunas fuentes de conflictos de intereses entre los directivos (el agente) y los accionistas (el principal), que surgen debido a que el control o seguimiento que realizan los accionistas sobre aquéllos tiene lugar a distancia y de forma incompleta a través de una variedad de fuentes de información (estados contables publicados, información publicada sobre la empresa, política financiera mostrada por la empresa...). Es cierto que este tipo de conflictos de agencia serán más reducidos cuantas más acciones de la empresa posee el directivo¹⁴. Piense que si éste posee únicamente el 1% de las acciones, de cada 100 euros gastados innecesariamente en algo que beneficie al directivo, a él o ella sólo le cuesta 1 euro (efecto fiscal excluido).

¹⁴ En aquellos sectores (comunicación, por ejemplo) donde la probabilidad de conflictos de intereses es más alta, los directivos mantienen los mayores porcentajes de participación en el capital de sus sociedades. Véase Demsetz, Harold y Lehn, Kenneth: "The Structure of Corporate Ownership" *Journal of Political Economy* 93 n° 6. 1985. Págs.: 1155-1177



4.1 El grado de esfuerzo de los empleados

Uno de los puntos de conflicto entre agente y principal tiene que ver con el grado en el que el primero se esfuerza en cumplir los objetivos del principal. Como todos sabemos, a algunos empleados les gustaría ser pagados sin tener que trabajar o, al menos, no demasiado (ya se sabe que, parafraseando el principio de Pareto, "el 20% de la gente hace el 80% del trabajo"). A este tipo de problema por el que el agente no se emplea "a fondo" en su trabajo, debido a que considera que el principal no se va a enterar, se le conoce, entre otros nombres, como *vaguería*. Además de existir un problema de *riesgo moral* también lo puede haber de *selección adversa* porque los mejores empleados son los que con su trabajo garantizan el sueldo de los vagos y esto puede llevar a que abandonen la empresa por otra donde se les reconozca su valía y trabajen en un equipo motivado (aquí surge otra vez el problema del *polizón*, imagine un grupo de cinco alumnos de un Master resolviendo un caso, siempre hay uno o dos que están interesados en obtener la mejor nota por ello se encargarán de realizar el trabajo, podrán ser ayudados, o no, por los demás; desde luego, los más vagos se beneficiarán del trabajo de los primeros, ellos son los polizones).

4.2 Los beneficios adicionales del puesto de trabajo

Como sabemos, el problema del *riesgo moral* surge cuando el agente tiene la posibilidad de realizar acciones que le van a beneficiar y que nadie va a observar pero que son costosas para el principal. Uno de estos casos son las retribuciones en especie que lleva implícitas el puesto de trabajo como, por ejemplo, el uso del avión y del coche de la empresa, viajes gratis, tarjeta de crédito de la empresa, la oficina decorada a la última moda, etcétera. Otros ejemplos son: la contratación de amigos y parientes en lugar de personas más cualificadas a igualdad de coste (nepotismo); la utilización de los fondos de la empresa para obras de caridad o donaciones que contribuyen al reconocimiento social del directivo; el proporcionar negocios de la empresa a otra compañía en la que el directivo, o su familia, tiene intereses financieros, etcétera.

Estas acciones proporcionan ganancias al directivo detrayéndolas del valor de la empresa (es decir, de los accionistas) y su coste está inversamente relacionado con la participación que aquél tenga en el capital social de la misma. Los accionistas sufren una pérdida en sus derechos residuales sobre los flujos de caja de la empresa si los empleados están en disposición de aprovecharse excesivamente de esos beneficios implícitos.

Jean-Marie Messier, Vivendi y su Airbus fantasma

(Tomado del Suplemento Nueva Economía de El MUNDO del 6-julio-2003)

...

El 23 de marzo del año 2002, habían contratado un viaje desde el aeropuerto de Le Bourget a Murrayfield para asistir al encuentro que Francia jugaba contra Escocia. Los invitados de Bébear se quedaron impresionados. Aunque todos ellos estaban acostumbrados a un cierto estilo de vida, se sentían también un tanto desconcertados ante semejante despliegue de opulencia innecesaria. Se preguntaron cuál sería la



empresa cuyos accionistas estaban pagando aquel caprichito. Su asombro subió de tono cuando Bébéar les reveló la identidad del propietario: Jean-Marie Messier. Se trataba de su propio Airbus A319, un avión cuya existencia siempre había negado Messier.

Para aquellos presidentes de empresas, el descubrimiento de este Airbus iba a significar un punto y aparte en sus relaciones con Messier. Después de la fusión con Seagram en junio del 2000, Vivendi había decidido comprar un avión de gran tamaño para que sus principales directivos pudieran viajar cómodamente entre París y Nueva York o, incluso, más allá, hasta la costa oeste de Estados Unidos, sin necesidad de realizar escalas.

Inevitablemente, los rumores acerca del avión se filtraron a las columnas de cotilleo de la prensa francesa. Espantado ante el mensaje contraproducente que podía llegar a los inversores, Messier tomó la decisión no sólo de no usar jamás el aparato sino, incluso, de negar su existencia. Su primer desmentido oficial tuvo lugar en una entrevista con Paris Match en enero del 2002. Con mayor formalidad, si cabe, volvió a negarlo en abril de ese año, en la junta general de accionistas de Vivendi.

Aquel fue un error de extraordinarias dimensiones; el chapucero encubrimiento de la realidad fue peor que el verdadero crimen. Para Edgar Bronfman Jr, que había abandonado el cargo de vicepresidente ejecutivo pero que conservaba su puesto como miembro del Consejo de Administración sin funciones ejecutivas, el rotundo mentís delante de todos los accionistas fue un momento trascendental. Su familia y él habían albergado dudas acerca de la credibilidad de Messier, pero esto era una mentira sin paliativos. «Para mí, el momento decisivo fue aquella junta general de accionistas, dice Bronfman.

...

Bronfman recuerda que alguien hizo una pregunta sobre los gastos de funcionamiento. «Su respuesta consistió en decir que había vendido dos G4 y que, en contra de los rumores, Vivendi Universal no era propietaria de un Airbus. Ese es el momento en el que se fue todo al garete, porque Vivendi Universal sí que era propietaria de un Airbus»...

...

... Moody, la empresa de calificación de riesgo, informó al departamento financiero de que, con toda probabilidad, se iban a ver obligados a rebajar la calificación del crédito del grupo. En semejante momento, aquello era el final. Una nueva rebaja de la calificación implicaba que el riesgo de Vivendi caía al nivel de los bonos basura.

4.3 La no diversificabilidad del capital humano

El capital humano de una persona (las capacidades y habilidades que le pertenecen) suele estar invertido en su totalidad en la empresa para la que trabaja, a la que dedica diariamente la mayoría de su esfuerzo a cambio de una remuneración. Esto implica que difícilmente el capital humano está bien diversificado¹⁵.

Esta falta de diversificación del capital humano nos lleva a otra fuente de conflictos directivos-accionistas, debido a que los primeros tendrán ideas diferentes sobre qué tipo de proyectos debe realizar la empresa al tener una actitud con respecto al riesgo distinta de la que tienen los accionistas. Estos últimos son casi indiferentes a las oscilaciones que se puedan producir en los resultados de las inversiones puesto que su riesgo lo tendrán bien diversificado y tales oscilaciones tienden a contrarrestarse unas con otras a lo largo del tiempo. Por el contrario, los directivos pueden ser "barridos" por una de esas oscilaciones. Si, por ejemplo, existe una amenaza real de que la empresa pueda entrar en quiebra, el impacto que ello provocará en los directivos y empleados será mucho mayor que el que causará en los accionistas. Esta situación predispondrá a los empleados contra aquellos proyectos de inversión que tengan una cantidad significativa de riesgo

¹⁵ El pluriempleo es la consecuencia natural para diversificar el riesgo del capital humano.



diversificable, aunque dichos proyectos tuviesen un VAN positivo; aquí radica el coste de agencia de este conflicto de intereses.

La necesidad de diversificar su riesgo personal impulsa a los directivos a impulsar el crecimiento de su empresa mediante la compra de otras compañías que pertenezcan a sectores distintos; de esta manera reducen el riesgo total del conglomerado y el suyo propio. Aumentando, al mismo tiempo, su sueldo, su prestigio y su seguridad. Claro que esto no suele crear valor para los accionistas.

4.4 Los productos o servicios específicos

Cuando una empresa genera productos o servicios únicos (o no genéricos) el valor de la *opción de abandono* de los empleados es muy bajo. Esto es, les va a ser muy difícil cambiar de empresa puesto que la actual es, prácticamente, la única en la que ellos pueden utilizar sus habilidades especiales. Por ejemplo, en Toledo existe una pequeña compañía que fabrica armaduras medievales destinadas a decorar hoteles, casas solariegas, etcétera; es evidente que sus empleados no tienen muchas oportunidades de colocarse en otras empresas de la competencia, simplemente porque ésta no existe y es impensable que piensen colocarse en la industria militar por razones obvias.

En un caso como éste los accionistas deberán pagar un sueldo superior a los empleados en comparación con el que pagarían si éstos tuviesen un tipo de habilidades más genéricas que pudiesen utilizar en otras compañías (la opción de abandono valdría muy poco o nada). Esta prima a pagar es el coste de agencia necesario para inducir a los empleados a trabajar en un proyecto de inversión tan exclusivo como sería este tipo de compañía. En conclusión, si el empleado tiene difícil la posibilidad de cambiar de empresa debido al tipo de trabajo que realiza (el valor de la opción de abandono es bajo) exigirá un sueldo mayor que si le es más fácil hacerlo (el valor de la opción de abandono es alto).

4.5 La información privilegiada

Los directivos conocen al dedillo la compañía, no en balde ellos son los responsables de su gestión, por lo que están en posesión de una información de la que carecen los accionistas. Éstos, con objeto de reducir dicha asimetría informativa, deben interpretar toda la información que la empresa hace pública (la alteración de la política de dividendos, el anuncio de nuevos productos, o la emisión de activos financieros, por ejemplo) con objeto de extraer el contenido informativo que conllevan las diversas actuaciones de la empresa. Esto es, en un mercado eficiente, los participantes reaccionan a las señales informativas contenidas en esos actos a través de compras o ventas de activos financieros, lo que provoca alteraciones en sus precios, que es el mecanismo por el que el contenido informativo de las señales se refleja en los precios de las acciones de la empresa. Por ejemplo, un aumento del dividendo a repartir puede indicar que la marcha de la empresa es mejor de la estimada; o el anuncio de una ampliación de capital puede indicar, en determinados casos, la dificultad de financiarse a través del endeudamiento o, en otros, que las acciones están sobrevaloradas (lo mismo que si en una opera-



ción de adquisición se propone comprar las acciones de la empresa objetivo con acciones ordinarias de la adquirente). En todo caso, hay que estar alerta contra las falsas señales como, por ejemplo, que una aumento de dividendos se consiga a cambio de renunciar a financiar proyectos con VAN positivos y que el accionista desconozca esta información (la cotización de la empresa podría, incluso, mejorar en Bolsa porque los inversores desconocen el coste de oportunidad de esos dividendos adicionales).

5. CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS Y ACREEDORES

Hay, al menos, cinco zonas en las que se pueden plantear conflictos de intereses accionistas-acreedores; en las que éstos últimos actúan como principales y los accionistas toman el papel de agentes. Los primeros desean protegerse contra las acciones que toman los accionistas-agentes, quienes, a su vez, actúan a través de sus propios agentes, los directivos. Vamos a verlos a lo largo de los siguientes subepígrafes.

5.1 El problema de la sustitución de activos

Una empresa endeudada podría disponer de un incentivo para realizar proyectos de inversión de alto riesgo, aunque éstos pudiesen reducir el valor de mercado de la empresa. Este es el denominado problema de la *sustitución de activos*, por el que los accionistas tienden a preferir aquellos proyectos que aumenten su riqueza y que, a veces, simultáneamente perjudican a los acreedores.

La *sustitución de activos* consiste en sustituir los activos existentes en la empresa por otros más arriesgados.

Como regla general, diremos que se produce una transferencia de riqueza desde los acreedores hacia los accionistas cuando aumenta el *riesgo económico*¹⁶ de una empresa endeudada, o cuando se eligen los proyectos con mayor riesgo. Esta tentación se acrecienta conforme la compañía se aproxime a la suspensión de pagos porque los accionistas tienen menos que perder a causa de su responsabilidad limitada.

Los acreedores reaccionarán ante el riesgo de sustitución de activos haciendo firmar a la empresa unas *cláusulas de protección* que, entre otras, limiten las inversiones a proyectos industriales determinados; también pueden intentar acciones legales de cara a denunciar el contrato de endeudamiento firmado con la empresa. Pero ambas operaciones no limitan todo el riesgo de sustitución, por ello los acreedores requerirán una mayor tasa de interés (que es parte de los costes de agencia soportados por los accionistas) para compensar el *riesgo residual*. Otra parte del coste de agencia implica la extensión a la que tales limi-

¹⁶ Este riesgo descansa fundamentalmente en la variación del beneficio antes de intereses pero después de impuestos



taciones fallan su objetivo y, por descuido, impiden a la empresa realizar los proyectos con un VAN positivo.

Otra solución viene de la mano de la convertibilidad de las obligaciones en acciones ordinarias de la empresa; dicha opción de conversión es potestativa del obligacionista, que la llevará a cabo cuando considere que los proyectos realizados por la empresa han tenido éxito. Por tanto, las obligaciones convertibles, que permiten a sus propietarios beneficiarse de la apreciación de las acciones ordinarias, ayudan a los intereses de los accionistas y prestamistas reduciendo los problemas de agencia.

Ejemplo:

La empresa Pelicano, cuyo Balance resumido figura en la tabla 2, se está planteando invertir en uno de los dos proyectos cuyas características figuran a continuación (el valor de la deuda -27 millones- coincide con su valor nominal):

<u>ACTIVO</u>		<u>PASIVO</u>	
Activos Fijos	36	Acciones ordinarias	13
Tesorería	4	Deuda	27
	<u>40</u>		<u>40</u>

Tabla 2. Balance resumido de Pelicano (cifras en millones de euros)

- El proyecto A. Desembolso inicial de 4 millones de euros, tasa de rendimiento mínima requerida del 18%. Un único flujo de caja que tendrá lugar dentro de un año y que puede tomar uno de los dos valores siguientes con la misma probabilidad: 27 millones o -13 millones.
- El proyecto B. Desembolso inicial de 4 millones de euros, tasa de rendimiento mínima requerida del 26%. Un único flujo de caja que tendrá lugar dentro de un año y que puede tomar uno de los dos valores siguientes con la misma probabilidad: 40 millones o -33 millones.

A continuación figura el análisis del proyecto A. Primeramente calcularemos el flujo neto de caja medio esperado y su varianza para, posteriormente, pasar a obtener el VAN esperado y su desviación típica¹⁷:

$$E[FNC] = 27 \times 0,5 + (-13) \times 0,5 = 7 \text{ millones}$$

$$\sigma^2[FNC] = (27 - 7)^2 \times 0,5 + (-13 - 7)^2 \times 0,5 = 400 \text{ millones}^2$$

$$E[VAN_A] = -4 + 7 \times (1,18)^{-1} = \underline{1,93 \text{ millones}}$$

$$\sigma[VAN_A] = [400 \times (1,18)^{-2}]^{(1/2)} = \underline{16,95 \text{ millones}}$$

¹⁷ Si el lector carece de conocimientos básicos de estadística aplicada a la valoración de los proyectos de inversión puede consultar, entre otros, el libro de SUAREZ, Andrés: *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. 1995 (17ª ed.). Cap.: 11



De la misma forma obtendremos el análisis del proyecto B:

$$E[FNC] = 40 \times 0,5 + (-33) \times 0,5 = 3,5 \text{ millones}$$

$$\sigma^2 [FNC] = (40 - 3,5)^2 \times 0,5 + (-33 - 3,5)^2 \times 0,5 = 1.332,25 \text{ millones}^2$$

$$E[VAN_B] = -4 + 3,5 \times (1,26)^{-1} = \underline{-1,22 \text{ millones}}$$

$$\sigma[VAN_B] = [1.332,25 \times (1,26)^{-2}]^{(1/2)} = \underline{28,97 \text{ millones}}$$

Una vez analizados ambos proyectos podemos ver que el proyecto B tiene un VAN medio esperado negativo y mayor riesgo que el proyecto A (su desviación típica es mayor), por lo que sería rechazable si no se tuviesen en cuenta otras consideraciones. En cualquier caso vamos a ver qué efecto producirían ambos proyectos en el Balance de la compañía si se llevaran a cabo.

En la tabla 3 figuran los dos posibles resultados que el proyecto A ejercería sobre el Balance de Pelicano. Es decir:

$$\text{Escenario optimista: } E[VAN_{A0}] = -4 + 27 \times (1,18)^{-1} = \underline{18,88 \text{ millones}}$$

$$\text{Escenario pesimista: } E[VAN_{Ap}] = -4 - 13 \times (1,18)^{-1} = \underline{-15,02 \text{ millones}}$$

En el escenario optimista toda la ganancia repercutiría sobre los accionistas haciendo aumentar el valor de mercado de las acciones en 18,88 millones de euros. Mientras que en el escenario pesimista el valor del activo (24,98 millones) se situaría por debajo del valor de las deudas antes de la operación (27 millones) con lo que, en teoría, éstas deberían tomar ahora el valor del activo puesto que en el caso de que la compañía fuese liquidada inmediatamente lo máximo que podrían obtener los acreedores sería 24,98 millones. Pero, incluso, este último valor es exagerado porque los costes de proceder a liquidar los activos de una empresa son altos y, además, porque si la compañía no se liquida inmediatamente aún habría alguna posibilidad de que su situación económica evolucionase favorablemente en el futuro, lo que viene reflejado por un valor positivo de las acciones de la empresa, valor que supondremos igual a 1,54 millones de euros¹⁸. Todo esto hace que el valor de mercado de las deudas sea siempre inferior al valor de mercado del activo de la empresa.

Optimista				Pesimista			
ACTIVO		PASIVO		ACTIVO		PASIVO	
Activo Fijo	58,88	Acciones	31,88	Activo Fijo	24,98	Acciones	1,54
Tesorería	0	Deuda	27,00	Tesorería	0	Deuda	23,44
	58,88		58,88		24,98		24,98

Tabla 3. Efecto del proyecto A sobre el Balance de Pelicano a precios de mercado

¹⁸ En el apéndice a este trabajo se muestra el cálculo realizado para este ejemplo.



Como ambos escenarios tienen la misma probabilidad de ocurrencia, el valor medio de las acciones ordinarias después de realizar el proyecto sería de 16,71 millones y el de la deuda de 25,22 millones.

Por otra parte, en la tabla 4 figuran los dos posibles resultados que el proyecto B ejercería sobre el Balance. Es decir,

$$\text{Escenario optimista: } E[\text{VAN}_{B0}] = -4 + 40 \times (1,26)^{-1} = \underline{27,74 \text{ millones}}$$

$$\text{Escenario pesimista: } E[\text{VAN}_{Bp}] = -4 - 33 \times (1,26)^{-1} = \underline{-30,19 \text{ millones}}$$

Manteniendo las mismas consideraciones que en el proyecto A y si suponemos que el valor de mercado de las acciones en el escenario pesimista es de 4,78 millones de euros, veremos como el valor medio de las acciones ordinarias después de realizar el proyecto sería de 22,76 millones y el de la deuda de 16,02 millones.

Optimista				Pesimista			
ACTIVO		PASIVO		ACTIVO		PASIVO	
Activo Fijo	67,74	Acciones	40,74	Activo Fijo	9,81	Acciones	4,78
Tesorería	0	Deuda	27,00	Tesorería	0	Deuda	5,03
	67,74		67,74		9,81		9,81

Tabla 4. Efecto del proyecto B sobre el Balance de Pelicano

En resumen, el proyecto B proporciona un valor medio de las acciones ordinarias superior al del proyecto A (aunque su VAN, recordemos, era negativo) y, al mismo tiempo, perjudica al valor de mercado de la deuda. Es por este motivo por el que se produce la sustitución de activos, los accionistas prefieren el proyecto más arriesgado porque su responsabilidad es limitada (si sale bien, fenomenal, y si sale mal lo más que pueden perder es su inversión), mientras que los acreedores preferirán el proyecto menos arriesgado (si sale bien, se quedan como están pero si sale mal corren el riesgo de ver como su inversión se deprecia en el momento en el que el valor del activo sea insuficiente para garantizar el servicio de la deuda).

En conclusión, el problema de la sustitución de activos surge cuando los accionistas sustituyen los actuales activos de la empresa por otros más arriesgados con lo que sustraen valor a los acreedores. Esto puede realizarse a través de nuevas inversiones, o mediante la venta de unos activos y la subsiguiente compra de otros con mayor riesgo. Aunque el valor de mercado de la empresa varíe o se mantenga constante, el valor de las deudas descenderá debido al aumento del riesgo económico. El descenso del valor de las deudas causa un aumento en el valor de las acciones de la misma magnitud, debido a la condición del juego de suma cero existente entre ambas partes.



5.2 El problema de la subinversión

Una empresa endeudada podría tener un incentivo para renunciar a la realización de proyectos de inversión poco arriesgados que aumentasen su valor de mercado ($VAN > 0$). Si el riesgo económico se mantiene constante, cualquier aumento en el valor de mercado debe repartirse entre los accionistas y los acreedores. Este problema es, en cierta forma, el contrario del de la *sustitución de activos* puesto que aquí los accionistas estarían menos predispuestos a realizar los proyectos menos arriesgados (la *subinversión*) porque ello redundaría en un aumento del valor de las deudas y en el consiguiente descenso del valor de las acciones.

La idea es simple, si un proyecto de inversión posee un VAN positivo aumentará el valor del activo y por tanto el de las acciones. Pero si resulta que para que ello ocurra los accionistas deben poner una cantidad de dinero superior a la del aumento de su riqueza, rechazarán el proyecto.

Incluso después de que se haya firmado un contrato de endeudamiento, los accionistas (a través de los directivos) controlan las decisiones de la empresa, eso sí, con las restricciones impuestas en dicho contrato. Los accionistas, llegados a cierto punto, podrían negarse a contribuir a tomar decisiones creadoras de valor lo que perjudicaría a los acreedores. El problema de la subinversión tiende a producirse con más fuerza en aquellas compañías cuya situación financiera linda con la suspensión de pagos.

Ejemplo:

La compañía de cristalería PenoSA, cuyo Balance resumido a precios de mercado figura en la tabla 5, se está planteando realizar un proyecto de inversión cuyo VAN es igual a 7 millones de euros (cifra que se considera cierta o con muy poco riesgo). Ahora bien, para realizar dicho proyecto el desembolso inicial del mismo debe ser de 9 millones, dinero del que carece la empresa y que, por tanto, debe ser captado externamente. La pregunta es si los accionistas querrán financiar el proyecto, es decir, ¿están ellos dispuestos a poner 9 millones para que el valor de PenoSA aumente en el mercado 16 millones?. Antes de responder es importante señalar que el valor nominal de la deuda de PenoSA es de 50 millones de euros, pero que su valor de mercado es de sólo 17 millones debido al poco valor que tienen los activos de PenoSA.

Antes				Después			
ACTIVO		PASIVO		ACTIVO		PASIVO	
Activo Fijo	20	Acciones	3	Activo Fijo	36	Acciones	6
Tesorería	0	Deuda	17	Tesorería	0	Deuda	30
	20		20		36		36

Tabla 5 Balance de la compañía PenoSA (cifras en millones de euros)



Si se realizase la inversión financiada por los accionistas, el aumento de la riqueza de éstos sería únicamente de tres millones mientras que al aumentar el valor de los activos de la empresa en 16 millones el *riesgo de insolvencia*¹⁹ (muy alto antes de realizar la inversión) desciende algo, lo suficiente como para que el mercado valore la deuda 13 millones de euros más alta que antes. En resumen, que los que más ganan son los acreedores y lo hacen a expensas de los accionistas (que verían como sus acciones aumentaban de valor en tres millones, lo que representa una pérdida neta de seis millones, puesto que habían puesto nueve millones para realizar la inversión). Por tanto, es dudoso que en estas condiciones decidiesen poner el dinero para financiar el proyecto.

En la tabla 6 se muestra el mismo caso pero en un escenario radicalmente distinto en el que la empresa tiene un activo inicial suficiente para devolver la totalidad de la deuda. Obsérvese como ahora sí que todo el VAN puede ir a manos de los accionistas que ponen nueve millones y reciben a cambio flujos de caja por valor de 16, es decir, su ganancia neta es de siete millones de euros, mientras que los acreedores se quedan como estaban.

Antes				Después			
ACTIVO		PASIVO		ACTIVO		PASIVO	
Activo Fijo	63	Acciones	13	Activo Fijo	79	Acciones	29
Tesorería	0	Deuda	50	Tesorería	0	Deuda	50
	63		63		79		79

Tabla 6 Balance de la compañía Penosa (cifras en millones de euros)

5.3 La dilución de los derechos a través de la nueva deuda

Un aumento sustancial del coeficiente de endeudamiento traerá como consecuencia un incremento del *riesgo de insolvencia* de la empresa, lo que implicará un descenso en su calificación crediticia y, por ende, una bajada del valor de mercado de su deuda. Esto se produce debido a la posibilidad de que la empresa declare la suspensión de pagos e, incluso, acabe entrando en quiebra. Si este fuese el caso, además de por los previstos costes de quiebra, el valor de las obligaciones antiguas descenderá en el mercado debido a que los derechos sobre los activos que poseen los acreedores existentes podrían verse mermados al tener que compartirlos con los nuevos acreedores. Y, nuevamente, debido al juego de suma cero y a los derechos contingentes, los accionistas se beneficiarían de la pérdida de valor de las deudas.

Es conveniente observar que mientras que una empresa puede cambiar deliberadamente su estructura de capital con objeto de diluir los derechos, un cambio en la misma puede ser una consecuencia obvia de las malas condiciones

¹⁹ Posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente al *servicio de la deuda* (intereses más devolución del principal)



económicas imperantes en vez de una elección de la empresa. Esto se demuestra fácilmente. El valor de mercado de las acciones suele oscilar más que el de las obligaciones, así que si se produce un descenso generalizado del mercado, el valor de las acciones caerá más rápido que el de las obligaciones y como sabemos que el coeficiente de endeudamiento se puede expresar como $\text{Deudas} \div \text{Acciones}$, éste aumentará al descender más rápido el denominador que el numerador.

Un ejemplo ilustrativo de lo comentado en el párrafo anterior puede verse al analizar el ratio de endeudamiento del fondo de cobertura *Long Term Capital Management* –LTCM- que perdió casi toda su cartera en la crisis rusa de agosto de 1998. Dicho fondo poseía antes de la crisis una relación deuda-acciones igual a 20 (96.000 millones de dólares en deudas contra unos 4.800 millones de dólares de fondos propios) para pasar a una relación de 50 después de producirse la moratoria de la deuda rusa (48.000 millones de dólares del valor de mercado de la deuda por 960 millones de dólares de fondos propios). La alteración del valor de mercado de los dos componentes del ratio de apalancamiento (la deuda y los fondos propios) provocó el descenso de dicho coeficiente, es decir, esta alteración no se debió a un cambio en la política de financiación de la empresa.

5.4 La dilución de los derechos a través de la política de dividendos

En caso de no existir las apropiadas cláusulas de protección, los accionistas podrían reducir la riqueza de los acreedores al decidirse a repartir unos suculentos dividendos. Esta situación se produciría si el valor de los dividendos repartidos fuese mayor que el descenso del valor de mercado de las acciones ordinarias de la empresa producido por dicho reparto. La razón de éste menor descenso radicaría en que no sólo descendería el valor de las acciones sino que también lo haría el de la deuda (que ahora estaría menos respaldada) y por ello el descenso del valor de las acciones no sería tan acusado (piense que la deuda tendría más riesgo y que por ello debería recibir unos cupones superiores, cosa que no ocurre porque se ha firmado un contrato donde se fija el valor del cupón; así que la deuda corre un riesgo mayor pero cobra menos de lo que debería con respecto a ese riesgo, resultado: el valor de la deuda cae en el mercado y el valor de las acciones no desciende tanto, al repartir los dividendos, porque se está ahorrando un mayor pago de cupones y este ahorro tiene un valor de mercado).

Una variante de esta operación consiste en vender algunos activos fijos (edificios, divisiones o empresas filiales) y distribuir el dinero recibido a los accionistas vía dividendos. Con esta operación los acreedores ven como algunos de los activos fijos que contribuían a respaldar o garantizar su deuda han desaparecido y, por tanto, ven como el valor de mercado de sus obligaciones desciende en el mercado para compensar el mayor riesgo existente.

En esta idea se basa algún tipo de defensa antiOPA hostil, como la denominada *venta de las joyas de la corona*²⁰, consistente en que la empresa objetivo

²⁰ Sobre este sistema defensivo puede consultarse MASCAREÑAS, Juan: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill. Madrid. 2004. 4ª ed. Cap. 4º



ante la posibilidad de una toma de control hostil procede a vender los activos más valiosos y a repartir el dinero recibido vía dividendos. Evidentemente, este sistema defensivo sólo se puede poner en marcha si no existen cláusulas de protección que lo impidan o, en caso de haberlas, si se cuenta con el visto bueno de los acreedores quienes, en caso de darlo, exigirán la devolución de parte de sus deudas.

Para evitar este conflicto de agencia una de las típicas *cláusulas de protección* es la restricción de dividendos, que limita la cantidad a repartir de éstos a una fracción de los beneficios por acción o del flujo de caja por acción. En el caso de una empresa altamente endeudada podría llegar a impedir pago alguno de dividendos hasta que una parte importante de la deuda haya sido amortizada.

5.5 Los activos únicos

Cuando una empresa posee unos activos que son únicos en su especie, hay más riesgo asociado, con la venta o liquidación de dichos activos, del que sería necesario. Es decir, la garantía que dichos activos proporcionan a los acreedores tiene un valor bajo. Por tanto, una empresa que tenga activos muy especiales deberá pagar unos cupones superiores si quiere endeudarse utilizándolos como garantía con objeto de compensar el mayor riesgo de los acreedores.

Evidentemente, hay excepciones pero son difíciles de conocer *a priori*. Así una empresa que posee obras de arte y que las utilice como garantía de su endeudamiento, puede que llegado el momento las obras valgan mucho más que la deuda contraída, o no. Este ejemplo es extrapolable a otro tipo de activos (derechos de explotación, patentes, minerales preciosos, etc.).

De la misma manera que el director de una empresa que sólo se dedica a un único negocio exigirá más por su trabajo (porque el riesgo es mayor), un prestamista exigirá un mayor rendimiento a dicha empresa para prestarle su dinero. Si el negocio fracasa, el director necesitará ser re-entrenado para recuperar el valor de su capital humano y el prestamista, por su parte, deberá reinvertir para que el valor del activo que actúa como colateral (o garantía) iguale su valor original.

6. CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE EL CONSUMIDOR Y LA EMPRESA

Las interacciones entre la empresa y los consumidores pueden ser contempladas bajo la óptica de las relaciones agente-principal, en las que la empresa hace el papel del agente cuando se trata de ofrecer servicio y garantías, mientras que en el caso del *imitador* es el consumidor el que se convierte en agente.



6.1 Servicio/garantías

¿Puede confiar el consumidor en que la empresa cumplirá con sus obligaciones en una forma que sea agradable para él?. Si el consumidor cree que la empresa está realmente comprometida con su misión en la sociedad, entonces la compañía verá aumentar el valor de sus productos y servicios. La consideración de la confianza introduce el papel de la reputación de la empresa en la propia decisión de compra del consumidor. Así, una buena reputación le garantizará al consumidor que él realmente está pagando lo que vale el producto o servicio proporcionado por la compañía.

Ahora bien, una empresa, sea cual sea su reputación, que tenga problemas financieros se encontrará ante la difícil, o imposible, tarea de convencer a los consumidores de que confíe en el futuro de sus servicios, pues cuando llegue ese momento la empresa puede ser ya historia.

6.2 El problema del polizón (*free rider*)

Un *polizón* (*free rider*) es alguien que recibe el beneficio de la inversión realizada por otra compañía (dinero, esfuerzo, creatividad, etc.) al imitar o copiar su decisión. Este problema surge en las operaciones de una compañía, en lo tocante a los consumidores, cuando éstos pueden duplicar y vender los productos/servicios de la empresa sin un acuerdo previo. En esta situación es el consumidor quien hace de agente y la empresa ejerce el papel de principal.

Por ejemplo, los casos de la copia de libros (fotocopia y plagio, por ejemplo), de la de programas informáticos, cintas de vídeo, etcétera, están penados por la Ley con objeto de salvaguardar las ideas valiosas de los creadores, incentivando de esta manera que las personas creen valor de esta forma. Si dichas leyes no existiesen, estuviesen desfasadas, o no se hicieran cumplir adecuadamente, las personas con ideas creativas se desanimarían al ver como otros se aprovechan de su creatividad con lo que renunciarían a proporcionar valor a las cosas.

Esto mismo se puede extender al campo internacional en el momento en que un determinado país permita la copia descarada de las patentes de ciudadanos de otros países. Este material pirata causa muchas pérdidas al propietario de la patente no sólo en ese país sino en otros muchos puesto que los productos pirateados se abren camino en otros mercados y en otras naciones, incluso en el propio país del propietario de la patente (sobre este tema es muy ilustrativo el conflicto China-Estados Unidos de mediados de los años noventa).

Por desgracia, no es fácil encontrar una solución al problema de cómo una empresa puede protegerse de que su clientela natural realice un proceso de imitación adquiriendo productos muy parecidos o pirateados de aquélla.



7. LOS PROBLEMAS FINANCIEROS Y LAS RELACIONES CONTRACTUALES

Como el lector ya habrá notado en los epígrafes anteriores, la divergencia de objetivos entre principales y agentes puede llegar a su punto álgido en el caso de que la empresa se encuentre ante serios problemas financieros. Esto sucede porque los incentivos del agente pueden verse alterados por dicha situación. Recordemos las principales fuentes de conflicto en una empresa con problemas financieros:

1. El comportamiento de los accionistas con respecto a los acreedores (sustitución de activos, subinversiones y dilución de derechos)
2. La elección de las inversiones realizada por los directivos (por ejemplo, evitar proyectos con VAN positivo que conlleven un riesgo diversificable).
3. La credibilidad de la empresa ante los consumidores (por ejemplo, reducción del valor de las garantías ofrecidas sobre la calidad de los productos y el servicio postventa).

Los problemas financieros pueden animar a varios de los participantes (*stakeholders*) en la empresa a coaligarse con objeto de conspirar contra otros grupos. De tal manera que cada grupo favorezca, o se oponga, a la liquidación de la empresa sobre la base del resultado que percibirá y no sobre la base de maximizar el valor total de la empresa. Por ejemplo, los directivos y empleados intentarán conseguir préstamos que permitan respirar a la empresa al poder realizar inversiones que, si tienen suerte, mejoren las condiciones financieras de la compañía y ayuden a mantener sus puestos de trabajo (aunque tal decisión pudiese ir en contra de los deseos de los accionistas); los accionistas apoyarán la idea del préstamo si no tuviesen nada que obtener al liquidar la compañía y así tienen la esperanza de que si la empresa se recupera pueda tocarles algún rendimiento (incluso si el préstamo no es bien visto por los acreedores).

Sobre este punto conviene recordar la diferencia entre *quiebra* y *liquidación*. En el primer caso nos encontramos ante un término de carácter legal que se refiere a la situación en la que los diferentes inversores en la empresa tienen diversas opiniones respecto a sus derechos sobre los activos de la compañía. De tal manera que el juez, ante la petición de alguna de las partes, suspende la distribución de los flujos de caja a los inversores y seguidamente determina la extensión del derecho de cada parte. Por tanto, la quiebra sólo existe si hay diversos inversores tales como accionistas y acreedores. Así, una empresa que carezca de deudas no entrará en un proceso de quiebra salvo que deje de pagar a sus trabajadores, en cuyo caso, éstos se convertirán en acreedores.

La liquidación de la compañía es una decisión de carácter financiero que viene determinada cuando el valor actual de los flujos de caja que el negocio promete generar es inferior al valor que se obtendría si se liquidaran los activos de la empresa. Si, por ejemplo, usted posee un negocio cuyo valor actual de los



flujos de caja es igual a 1.000 pero su valor de liquidación es de 1.500 usted optará por vender, evidentemente, si sólo tiene en cuenta criterios financieros.

En este ambiente cercano a la insolvencia financiera, los accionistas pueden tomar acciones que vayan en detrimento de los acreedores como pagarse grandes dividendos antes de que la deuda venza, con lo que se reducen los flujos de caja disponibles por los acreedores. En estas circunstancias la parte perjudicada acudirá al juez para que le ampare.

Es importante tener en cuenta los altos costes que conlleva la quiebra.

Los *costes directos* de la misma incluyen el tiempo dedicado por el equipo directivo a negociar con los acreedores, los costes judiciales, minuta de los abogados, gastos de asesoría, y otros gastos administrativos. Los costes directos se pueden considerar prácticamente estables e independientes del tamaño de la empresa por eso se calcula²¹ que representan alrededor del 3,1% del valor total de la deuda y de los fondos propios, inmediatamente antes del anuncio de la quiebra, en el caso de las grandes empresas; para las pequeñas puede representar el 20-25%.

Los *costes indirectos* se refieren a la pérdida de la clientela, la renuencia de los proveedores a conceder créditos de provisión, y la reducción de la productividad de los empleados.

A modo de conclusión, diremos que las alteraciones en el sistema de incentivos de los inversores, provocadas por la mala situación financiera de la empresa, se producen porque los derechos de opción²² de las diversas partes intervinientes pierden valor, cuando no carecen totalmente de él. En dicho instante, el propietario de la opción tiene muy poco que perder y bastante por ganar debido a que las opciones no pueden tomar un valor negativo. Ello hace que los propietarios dejen vivas sus opciones a la espera de ver si la situación les acaba favoreciendo lo que crea un fuerte incentivo para asumir mayores riesgos e, incluso, meterse de lleno en largos conflictos judiciales.

8. CONTRATOS COMPLETOS E INCOMPLETOS

Un contrato financiero es incompleto porque implica información imperfecta. Es evidente que si nos encontrásemos en un mercado perfecto, que implica información gratuita y totalmente disponible para todos los participantes en él, podríamos diseñar contratos completos. Pero en el mundo real, donde existe asimetría informativa, los compromisos son imperfectos y, por tanto, los contratos son incompletos.

Un *contrato completo* es "la expresión de un compromiso perfecto; un contrato en el que los derechos de cada parte contratante están claramente esti-

²¹ Weiss, Lawrence (1990): "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims" *Journal of Financial Economics* 27 n.º 2 Págs.: 285-314

²² Derechos de opción son, por ejemplo: a) el que tienen los directivos para endeudar aún más la empresa con la esperanza de que mejore la situación financiera y salven sus puestos de trabajo; b) el que tienen los acreedores de incoar la quiebra cuando creen que así les conviene; c) el que tienen los accionistas de liquidar los activos de la empresa si creen que ello les aporta más valor, etcétera.



pulados; un contrato en el que todo está previsto sin dejar ningún cabo suelto; un contrato redactado con tal claridad y precisión que no admite interpretaciones dispares; un contrato en el que no caben comportamientos ambiguos o aprovechados de ninguna de las partes; un contrato, en suma, en el que todo está atado y bien atado. Los contratos que regulan operaciones de compraventa al contado de bienes corrientes son contratos completos o se hallan muy cerca de ellos”²³.

Un *contrato óptimo* equilibra tres tipos de costes de agencia entre sí (contratación, seguimiento y mala conducta) de tal manera que el coste total sea minimizado. En algunos casos, el contrato óptimo implica un salario fijo y algún grado de seguimiento como ocurre con los contratos de los empleados de una compañía. En otros casos, el coste de controlar al agente tiene un mayor peso que el coste esperado asociado con la mala conducta del agente, en este caso el contrato óptimo consistirá únicamente de un simple premio o bonificación basado en los resultados conseguidos por el principal (la venta a comisión es un ejemplo típico).

Por supuesto, es virtualmente imposible para un contrato financiero cubrir cada posible contingencia; no es posible estar preparado para cualquier situación que pueda ir mal. En cualquier caso, es improbable que el intento de tratar con cada posible situación fuese óptimo desde el momento en que ello implicaría una gran cantidad de dinero y tiempo. Cada parte debe tomar las precauciones razonables pero debe relacionarse con las otras partes comportándose de forma ética y responsable en aquellas situaciones que no están cubiertas explícitamente en el acuerdo. De lo contrario, las provisiones contractuales pueden revelarse totalmente inútiles.

9. LA GESTIÓN DE LOS CONTRATOS FINANCIEROS

Como ya señalamos en el epígrafe anterior los contratos financieros son complejos porque implican información imperfecta; por dicha razón se pueden modelar como una relación principal-agente. A pesar de dicha complejidad hay un abanico de importantes sistemas de seguimiento, con un coste razonable, que pueden ser efectivos de cara a reducir el problema de la asimetría de la información.

Incluso en una situación de un accionariado muy atomizado los accionistas poseen diversos instrumentos para limitar la flexibilidad de los directivos, al perseguir sus propios objetivos a expensas de la riqueza de los accionistas, y para proporcionarles unos incentivos financieros que sintonicen sus objetivos personales con los de los accionistas. Entre dichos sistemas podemos destacar:

²³ SUAREZ, Andrés: “Economía y finanzas. De la teoría de los mercados a la teoría de la empresa”. En FEBRERO, Ramón (ed.): *Qué es la Economía*. Pirámide. Madrid. 1997. Pág.: 554



- a) *Los accionistas tienen el derecho a elegir a los directivos.* Pueden surgir luchas por la *delegación de voto* de cara a despedir a un equipo directivo cuya gestión no es del agrado de un grupo determinado de accionistas.
- b) *Los planes de incentivos*, tales como (es preciso tener cuidado con las manipulaciones que el equipo directivo puede estar tentado a hacer en la contabilidad de la empresa de cara a beneficiarse de dichos incentivos):
1. *Las bonificaciones.* Un pago en dinero basado en los resultados alcanzados por una referencia determinada (por ejemplo, los beneficios de una división).
 2. *Derecho de apreciación de las acciones.* Un pago en dinero basado en la cantidad en la que se han apreciado las acciones de la empresa a lo largo de un determinado período de tiempo, debido a los esfuerzos del equipo directivo (y no al mercado, claro).
 3. *Pago en acciones.* Se entregará a los empleados un número determinado de acciones ordinarias de la empresa si se consigue un determinado objetivo (por ejemplo, si los beneficios por acción aumentan un 10%).
 4. *Opciones sobre acciones.* Consiste en el derecho a adquirir un número determinado de acciones ordinarias de la compañía a un precio prefijado (que puede ser inferior, igual o superior al existente en el momento de fijar este incentivo) en un momento futuro del tiempo; dichas opciones se entregarán si se cumplen ciertos objetivos empresariales²⁴.
 5. *Acciones gratuitas de venta restringida.* Consiste en entregar de forma gratuita a los empleados un número determinado de acciones ordinarias que no podrán revender hasta transcurrido un cierto espacio de tiempo.
- c) *Los accionistas pueden deshacerse de sus acciones.* Así, en el caso de que los accionistas perciban una mala gestión de la empresa que les lleva a obtener unos pobres resultados pueden proceder a vender sus acciones lo que provocará el descenso de la cotización de la empresa y la posible aparición de compradores externos no deseados por el equipo directivo (los famosos *tiburones financieros*) que puedan acabar haciéndose con el control de la compañía y poniendo en la calle a los directivos. Estos últimos, para protegerse, intentarán erigir una serie de defensas que impidan dicha posibilidad²⁵.
- d) *La competencia en el mercado del control corporativo* puede ayudar a promover unos buenos resultados empresariales, debido al temor a ser despedido por el Consejo de administración si el comportamiento empresarial no resultase del agrado de éste y al deseo de desarrollar una buena reputación como directivo, que puede redundar en un mejor puesto de trabajo en el futuro.

²⁴ Sobre las opciones sobre acciones para los directivos y empleados (*stock options*) puede consultarse CÓRDOBA, Miguel: *Guía de las Stock Options*. Deusto. Bilbao. 2001

²⁵ Sobre los sistemas defensivos utilizados para prevenir o dificultar una toma de control hostil véase MASCAREÑAS, Juan: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill. Madrid. 2000 (3ª ed.) Cap.4.



Opiniones encontradas sobre las opciones sobre acciones

Hay quien opina que las opciones sobre acciones, que las empresas entregan a sus ejecutivos como forma de incentivo, les enriquecen más o menos dependiendo del nivel de ascenso del precio de mercado de las acciones. Por tanto, si el equipo directivo decide acometer un plan de recompra de acciones financiado por la tesorería de la empresa, ello inducirá un ascenso de la cotización de éstas y, por consiguiente, un enriquecimiento de los directivos.

Más aún, algunos directivos utilizan los productos financieros derivados para cubrir el riesgo de dichas opciones sobre acciones. En los Estados Unidos, estuvo de moda el *swap* de activos, que permitía permutar los rendimientos futuros de sus acciones por el rendimiento futuro sobre otro activo financiero distinto (el índice Standard & Poor's 500, por ejemplo), todo ello utilizando un banco de inversión como intermediario. Desde 1997, debido a que la legislación fiscal norteamericana grava los beneficios obtenidos en esta operación como una ganancia de capital, los *swaps* de activos no se utilizan en este contexto.

El instrumento más utilizado actualmente es el *collar* de coste cero, por el que el directivo adquiere una opción de venta sobre las acciones de su empresa emitida por el banco de inversión y la financia con la venta de sus opciones de compra. Normalmente, el precio de ejercicio de la opción de venta es ligeramente inferior al precio actual de las acciones, lo contrario que ocurre con el precio de ejercicio de las opciones de compra. Esta práctica va contra el espíritu de las opciones sobre acciones como incentivo porque si los directivos cubren sus riesgos están frustrando el objetivo de alinear sus intereses con los de los accionistas.

Todo lo anterior parece demostrar que los directivos se cubren cuando creen que el futuro de la empresa que dirigen es poco halagüeño. Los bancos de inversión, que actúan como contraparte, también se cubren del riesgo de caída del valor de las acciones de la empresa y, además, pueden reajustar sus carteras de inversión teniendo en cuenta la "señal" que emiten los directivos que acuden a ellos con la pretensión de cubrirse del riesgo de caída de las acciones de su empresa.

9.1 Las cláusulas de protección en los contratos de préstamo

Las *cláusulas de protección (bond covenants)* son el principal medio por el que los acreedores (prestamistas y obligacionistas), por un lado previenen que los accionistas y directivos se beneficien a costa suya y, por otro, consiguen reducir el riesgo de sus activos financieros.

Las cláusulas de protección pueden ser de dos tipos atendiendo a si impiden u obligan determinadas prácticas a la empresa:

- a) *Cláusulas de protección negativas*: Limitan o prohíben ciertas acciones a menos que sean consentidas por los acreedores. Entre las acciones que



limitan podemos señalar: un endeudamiento adicional, la hipoteca de un activo determinado con objeto de beneficiar a otro acreedor, el reparto de dividendos más allá de una proporción determinada de los beneficios, la posibilidad de fusionarse o vender activos, la posibilidad de realizar arrendamientos financieros (*leasings*), cambios de propiedad de las empresas filiales, operaciones con las filiales, etcétera.

- b) *Cláusulas de protección positivas*: Especifican ciertas acciones que la empresa debe tomar. Por ejemplo, que la empresa entregue a los acreedores trimestralmente los principales estados contables, el requerimiento de un sistema *sinking fund* para amortizar la deuda²⁶, la recompra de los títulos de deuda ante un cambio del control de la empresa (se conoce como *opción de venta venenosa*), el mantenimiento de un fondo de maniobra o de un patrimonio mínimos predeterminados, etcétera.

Las cláusulas de protección pueden ser de cinco tipos atendiendo al sujeto de su protección:

- a) *Cláusulas de los activos*. Especifican qué derechos tiene el tenedor de bonos sobre los activos de la empresa en caso de insolvencia (deuda principal, deuda subordinada, deuda garantizada, etc.). Algunas de estas cláusulas pueden prohibir la adquisición de otras empresas.
- b) *Cláusulas sobre los dividendos*. Restringen el pago de los dividendos a una cantidad que suele depender del tamaño de los beneficios, de los nuevos fondos generados por la venta de acciones y de la magnitud de los dividendos pagados hasta el momento.
- c) *Cláusulas sobre la financiación*. Describen la cantidad de deuda adicional que la empresa puede emitir y el derecho sobre los activos que esta deuda adicional puede tener en caso de suspensión de pagos (la deuda nueva suele tener derechos subordinados sobre los activos).
- d) *Cláusulas de ratios financieros*. Las cláusulas de los activos y de la financiación suelen requerir que la empresa mantenga ciertos ratios financieros. Ejemplos: nivel mínimo del fondo de rotación, nivel mínimo del ratio de cobertura de intereses, etcétera. Cuando la empresa no puede cumplir las condiciones impuestas por los ratios financieros, está técnicamente en suspensión de pagos, incluso aunque haya realizado hasta la fecha el servicio de la deuda de forma escrupulosa.
- e) *Cláusulas de vinculación*. Sirven para controlar que el deudor está cumpliendo las otras cláusulas de protección: Auditorías independientes de los estados contables, fideicomisario que vigile el cumplimiento de

²⁶ Este sistema, que podríamos traducir por *fondo de amortización*, implica el retiro o amortización de un cierto porcentaje de las obligaciones emitidas en unos instantes determinados del tiempo (la amortización se realiza con cargo a dicho fondo, que es gestionado por un banco de inversión); por ejemplo, en un bono a 20 años puede obligar a que el 25% de la emisión se retire entre el año 7 y el 14. Reduce los costes de agencia al mitigar el problema de la sustitución de activos, puesto que los recursos financieros entregados al fondo no se pueden utilizar para realizar proyectos de inversión. Claro que esto reduce la flexibilidad de la compañía de cara a futuras inversiones.



aquellas, firmas periódicas de los directivos asegurando su cumplimiento, etcétera.

Cuando la deuda de la empresa está calificada como “no-inversión” las cláusulas de protección controlan además las estrategias de negocios de la empresa. En 1992 Continental Medical Systems emitió 200 millones de dólares en pagarés subordinados a la deuda principal. El documento de emisión de los mismos incluía casi cien páginas de cláusulas de protección positivas y negativas sobre: la emisión de la deuda principal, los cambios de control en la empresa, las limitaciones a los dividendos y a la recompra de acciones, la venta de activos, el mantenimiento de bienes inmuebles, la contratación de seguros, etcétera²⁷.

Estas y otras restricciones imponen un coste a los accionistas hasta el extremo de restringir la flexibilidad de las operaciones de la empresa, sobre todo en el caso de que ésta deba renunciar a realizar proyectos con un VAN positivo. Aunque es posible solicitar el consentimiento del acreedor de cara a relajar alguno de las cláusulas de protección, ello lleva tiempo y es caro. En concreto, los prestamistas suelen solicitar algún tipo de contraprestación (un pago inmediato en dinero líquido o un aumento del tipo de interés del cupón) a cambio de su consentimiento.

El papel esencial de la mayoría de las cláusulas de protección consiste en proporcionar una forma de seguimiento o control. Algunas cláusulas se diseñan como un sistema de alerta temprana para que los acreedores sean avisados de las prácticas empresariales que pudiesen serles perjudiciales.

Tanto la posibilidad de que la emisión sea amortizada anticipadamente, como la estructura de la amortización de la deuda, proporcionan unos medios para resolver los problemas de agencia asociados con la asimetría informativa, la renuncia a oportunidades de crecimiento, y la inclinación a tomar decisiones arriesgadas por parte de los accionistas. Así, por ejemplo, la posibilidad de que la empresa pueda amortizar anticipadamente las obligaciones eliminaría las trabas a realizar proyectos de inversión arriesgados cuyos beneficios deberían ser compartidos entre los accionistas y los acreedores en el caso de que la deuda no tuviera la opción de amortización anticipada.

9.2 Otros sistemas de seguimiento o control

- a) *La auditoría de los estados contables* es un clásico sistema de control o seguimiento de la actividad de los agentes (directivos, accionistas y empresa), que proporciona un sistema de alerta temprana al principal (accionistas, obligacionistas y consumidores).
- b) *La calificación de los bonos*, realizada por agencias de calificación independientes, proporciona un sistema de seguimiento que se pone en marcha en el momento de realizar la emisión y que dura hasta su completa amortización.

²⁷ Citado por GRINBLATT, Mark y TITMAN, Sheridan, página 455



- c) *Las regulaciones gubernamentales* sirven como sistema de seguimiento o control, tanto en lo tocante a la calidad de los productos o servicios suministrados por la empresa, como en otras series de temas que relacionan a la empresa con su entorno.
- d) *El sistema legal* persigue el mal comportamiento de los agentes (fraude, malversación de fondos, uso de información privilegiada, maquinación para alterar el precio de las cosas, etc.) proporcionando, al mismo tiempo, un sistema de alerta y protección al principal.
- e) *La nueva financiación externa*, al obligar a la directiva a suministrar información sobre la compañía con objeto de obtener nuevos recursos financieros, está facilitando el seguimiento del agente por parte de los actuales inversores (accionistas y acreedores) de la empresa. Así, si la empresa puede conseguir dicha nueva financiación, querrá decir que el mercado financiero confía en ella y que tiene un estado financiero saludable.
- f) *El reparto de dividendos líquidos* de forma regular puede ayudar a reducir los costes de agencia al obligar a la compañía a acudir frecuentemente al mercado financiero en busca de los fondos necesarios para ello lo que, como ya comentamos en el punto anterior, obliga a que el mercado analice la gestión de los directivos.
- g) *La reputación del agente*. Si éste busca mantener su buena reputación proporcionará una información exacta de sus actividades gestoras para evitar que existan sospechas sobre su comportamiento que pudiesen poner en peligro aquélla.
- h) *La organización multinivel* es, en sí mismo, un sistema de seguimiento y control al permitir revisar continuamente las decisiones tomadas en otros niveles; lo que implica que un mal comportamiento deba ser compartido por varias personas, mientras que si la toma de decisiones recayese sólo en una sería más difícil de realizar.

10. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

La propiedad de la gran empresa de comienzos del siglo XXI comienza a estar en manos de los fondos de inversión²⁸ y no de las personas físicas que fueron los detentadores de la propiedad durante gran parte del siglo XX. El motivo por el que se produce este cambio viene dado desde el instante en que las personas físicas deciden no realizar sus inversiones directamente en las diversas compañías sino utilizar un agente que tome las decisiones de inversión en su nombre, ese agente es el gestor del fondo. Éste último tiene su cartera completamente diversificada y, por tanto, su *riesgo específico* es prácticamente nulo; además, dispone de un mejor acceso a la información y a su tratamiento que los propios

²⁸ Los fondos de inversión en sus múltiples manifestaciones controlaban en 1997 el 57% del capital de las 1.000 mayores empresas norteamericanas y el 47,5% del total del mercado de títulos de los Estados Unidos. En 2002, los 14 principales fondos de pensiones gestionaban más de un billón de dólares.



individuos, por no hablar de una mejor capacidad de negociación debida a la cantidad de dinero que gestiona y que le permite financiar de un sólo golpe las necesidades financieras de una compañía. Otra razón importante radica en el auge que están tomando los fondos de pensiones en la economía occidental y que con objeto de garantizar las pensiones de sus asociados invierten parte de sus grandes carteras en acciones ordinarias.

El escenario hacia el que nos dirigimos es el de una serie de grandes empresas que, cotizando o no en bolsa²⁹, tienen repartido la mayoría de su capital entre varios fondos de inversión (en sus diversas manifestaciones, fondos de inversión puros, fondos de pensiones, carteras de compañías de seguros y de entidades financieras, etcétera) quedando la minoría del mismo en manos de los pequeños accionistas. Esto conlleva un poder para los gestores de fondos realmente importante a la hora de nombrar a los directivos que van a gestionar las compañías en las que invierten (lo que reducirá la separación entre la propiedad y el control).

Este poder proviene del hecho de que va a ser difícil que procedan a vender su paquete de acciones ordinarias en una empresa cuando consideran que su gestión no es la adecuada. Esta dificultad se debe, primeramente a que la venta del paquete accionarial desplomaría el precio de mercado de la acción acarreando aún más pérdidas para el fondo, y segundo a la dificultad de que otro inversor institucional cualquiera desee adquirir las acciones que le parecen poco rentables a otro fondo de inversión (la única forma de evitar un desplome del precio sería vendiendo el paquete íntegro a otro fondo). Es decir, los gestores de fondos se verían "atrapados" en la propiedad de las compañías lo que les induciría a tomar un papel activo en la gestión de la empresa; papel, que se limitaría a despedir a los directivos que no la gestionen como deben y a contratar a otros en su lugar. Si los gestores del fondo no se tomasen dicho papel en serio correrían el riesgo de encontrarse sin trabajo puesto que los partícipes de su fondo venderían sus participaciones³⁰ y adquirirían las de otros mejor gestionados lo que produciría la práctica desaparición de aquél.

Claro que todo lo anterior implica que los fondos de inversión realicen un seguimiento de la gestión de cada una de las compañías en las que invierten, lo que les obligará a disponer de un equipo de personas dedicadas a dicho cometido. Esto ya está ocurriendo en los Estados Unidos y Europa donde determinados fondos³¹ ponen en evidencia a las empresas, que rinden por debajo de lo normal o que asumen riesgos excesivos, con objeto de provocar cambios en la gestión de las compañías o el relevo de sus directivos.

Todo esto nos lleva a pensar en que las relaciones de agencia están variando en cuanto a que entre el accionista individual (ya sea éste una persona física o jurídica) y el directivo de la empresa se ha situado el gestor del fondo de

²⁹ Aunque lo lógico es que los fondos de inversión inviertan en empresas que cotizan en los mercados de valores también invierten en empresas que no lo hacen.

³⁰ La SEC pretende que los fondos de inversión revelen sus registros de votaciones y las políticas seguidas en las mismas. El gobierno británico está también en la misma línea..

³¹ Por ejemplo, el California Public Employee's Retirement System, el Council for Institutional Investors, Lens, Vanguard, etcétera, en los Estados Unidos. En la Unión Europea, el alemán Deka Group, el británico Hermes, etc., e incluso el Institutional Shareholders Committee británico.



inversión, que actúa de agente de aquél y de principal de los directivos de la empresa. El resultado es un mayor control de las actuaciones de éstos últimos al existir una menor separación entre la propiedad y el control de las compañías lo que debiera repercutir en una mejor gestión de las mismas. Por otra parte, los inversores individuales deberán controlar la gestión de los fondos en los que han invertido su dinero, control que pueden realizar a través de los datos financieros publicados sobre su evolución mensual y su comparación con los de otros fondos semejantes³².

Reino Unido se rebela contra los 'peces gordos' de las empresas

Los accionistas de Glaxo aprueban reducir la desorbitada remuneración de su consejero delegado y desatan la polémica

ADRIAN SACK. El Mundo. 21-Mayo-2003

LONDRES.- La rebelión de los accionistas contra los ejecutivos de las grandes empresas ya ha comenzado en el Reino Unido, y muchos temen que se extienda a distintos países de Europa.

Los accionistas del gigante farmacéutico Glaxo votaron por primera vez en la historia de este país a favor de suprimir el blindaje de 31 millones de euros que el consejero delegado de la corporación y todo el consejo tenían firmado. Una decisión que podría haber encendido la de una *revolución* en contra del *statu quo* empresarial.

El 50,7% de los tenedores de acciones que participó en la reunión decidió recortarle las ganancias a Jean-Pierre Garnier, que percibe una remuneración anual de 4,3 millones de euros. Pero la disminución más significativa está en la quita del *paracaídas de oro* o contrato blindado, cláusula que le permitía a Garnier obtener entre 21,2 y 32,4 millones en caso de ser despedido.

Este último beneficio fue el que más molestó a los accionistas de Glaxo, dado que la desorbitada remuneración no se corresponde con el rendimiento del ejecutivo y, menos aún, con la realidad de la empresa. La cotización de los títulos de la mayor compañía productora de medicamentos en Europa ha caído un 33% desde 2000, año en que se fusionó con SmithKline.

«Si a mí me pagaran más de 32 millones por hundir a la compañía, ¿por qué habría de preocuparme en tener un buen resultado?», se preguntó uno de los accionistas ante el matutino británico The Times, en una clara expresión del ánimo de los ofuscados participantes de la asamblea de Glaxo.

Al término de la histórica reunión, un portavoz de la empresa confirmó que el paquete de beneficios de Jean-Pierre Garnier será reducido de acuerdo a la voluntad de la mayoría de los accionistas.

De todas maneras, las condiciones impuestas por los accionistas fueron valoradas por los medios como «humillantes» para Garnier, y ya todos los diarios, radios y canales de televisión británicos han comenzado a señalar a los peces gordos que están al frente de las grandes corporaciones, como los principales responsables del mal momento de muchas de estas organizaciones. Y la mayoría ya habla del *efecto dominó* del precedente sentado por Glaxo.

En este sentido, el diario The Independent preparó un ranking de peces gordos, a través del que puede conocerse quiénes tendrían más posibilidades de ser cuestionados próximamente. Para establecer el orden de prioridades, el diario se valió de dos variables: los sueldos de los más altos ejecutivos de las 100 principales -empresas británicas que cotizan en Bolsa y el retorno obtenido por los accionistas en los últimos tres años.

Tras otorgarle una puntuación de uno a 10 a cada una de las dos categorías (10 es la puntuación al sueldo más alto, al tiempo que también lo es para el

³² En España es habitual que tanto la prensa financiera especializada como la prensa diaria publique mensualmente un *ranking* de fondos de inversión referido a su comportamiento durante el último mes. También, las agencias de calificación de riesgos publican sus calificaciones sobre los fondos.



peor rendimiento de la compañía) y combinar ambos valores, se obtiene un valor total de entre dos y 20, siendo 20 el peor resultado posible, que corresponde a la posición máxima en el *ranking*.

Este indeseable primer puesto se lo llevó Sir Peter Bonfield, quien recientemente dejó su puesto de consejero delegado de British Telecom después de que la firma tuviera su valor más bajo en años en la cotización de sus acciones. Sir Bonfield recibía una remuneración anual de 4,37 millones de euros, mientras que el retorno de los accionistas en los últimos tres años cayó un 71,4%. El segundo puesto lo ocupa el máximo responsable de Vodafone, Sir Christopher Gent, quien percibe anualmente 5,32 millones de euros, con un retorno de inversión negativo del 54,5%.

El escalón siguiente le corresponde a John Weston, ex consejero delegado de BAE Systems, que con 19 puntos llegó a embolsarse 3,55 millones de euros al año, con una caída del 63,2%. BAE perdió dos tercios de su valor durante rante el último año, lo que ocasionó su despido en marzo de 2002.

El quinto lugar es para Lord Browne (de British Petroleum), con la remuneración más alta de todas: 6,9 millones de euros. El rendimiento para los accionistas, en este caso, cayó un 23,8%.

También aparece en este curioso *top ten* el presidente de Shell, Sir Philip Watts. Durante el último año, su remuneración básica fue incrementada en un 55%, a pesar de que las ganancias de la compañía se redujeron casi un 25% en el mismo periodo.

Entre los casos más honorables, esto es, los que aparecen en el fondo de la lista, se encuentra Sir Kenneth Morrison, máximo ejecutivo de la cadena de supermercados que lleva su apellido.

Desde que tomó las riendas de la compañía de manos de su padre en 1956, la ha transformado en una de las empresas con mejor rendimiento en ese sector. Morrison, quien ocupa la posición número 93 en el *ranking*, percibe 600.000 euros al año, y su compañía tiene un retorno del 26,1% en los últimos tres años.

También reluce el nombre del joven banquero Adam Applegarth, consejero delegado de Northern Rock. Su paga fue incrementada en un 40% durante el último año, equivalente a un total de 1,24 millones de euros, con un retorno de inversión del 141,5%.

BIBLIOGRAFÍA

- ARSHADI, Nasser y KARELS, Gordon (1997): *Modern Financial Intermediaries & Markets*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ).
- BECZUK, Ricardo (2000): *Información asimétrica en mercados financieros*. Cambridge. Madrid.
- CNMV (1998): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. CNMV. Madrid. [<http://www.cnmv.es>]
- CÓRDOBA, Miguel (2001): *Guía de las Stock Options*. Deusto. Bilbao.
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John (1991): *Principles of Finance*. West. St.Paul (Mn).
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John (1997): *Corporate Financial Management*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ).
- FAMA, Eugene y JENSEN, Michael (1983): "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics* (Junio). Págs.: 301-325
- FAMA, Eugene y JENSEN, Michael (1983): "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law and Economics* (Junio). Págs.: 327-349
- GRINBLATT, Mark y TITMAN, Sherdan (2003): *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. McGraw Hill. Madrid (2ª ed.)
- HARFORD, Tim (2007): *El economista camuflado*. Temas de Hoy. Madrid.
- JENSEN, Michael y MECKLING, William (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.4 N° 4 (Octubre)



- JENSEN, Michael y MECKLING, William (1994): "The Nature of Man", *Journal of Applied Corporate Finance*. Verano.
- JENSEN, Michael (1994): "Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory". *Journal of Applied Corporate Finance*. Verano.
- MASCAREÑAS, Juan (1999): *Innovación Financiera*. McGraw Hill. Madrid.
- MASCAREÑAS, Juan (2005): *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill. Madrid. (4ª ed.)
- MASCAREÑAS, Juan (2003): "El gobierno de la empresa: Relaciones directivos-accionistas". *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, nº8. Marzo. Págs.: 25-32
- PETERSON, Pamela (1994): *Financial Management and Analysis*. McGraw Hill. Nueva York.
- RAPPAPORT, Alfred (1998): *La Creación de Valor Para el Accionista*. Deusto. Bilbao. (2ª ed.)
- SUAREZ, Andrés (1997): "Economía y finanzas. De la teoría de los mercados a la teoría de la empresa". En FEBRERO, Ramón (ed.): *Qué es la Economía*. Pirámide. Madrid. Pág.: 549-581
- THE ECONOMIST (2002): "Will the owners please stand up?". *The Economist*, 2 de noviembre. Pp.: 74-77
- VARIOS (1989): "Note on Financial Contracting: "Deals"". *Harvard Business School*. Note 9-288-014. 22 junio
- WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang y HOAG, Susan (1990): *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ).
- WESTON, J. Fred y BRIGHAM, Eugene (1993): *Essentials of Managerial Finance*. The Dryden Press. Fort Worth. (10ª ed.)



APÉNDICE: Cálculo del valor de las acciones en el ejemplo del epígrafe 5.1

Vamos a suponer que el actual rendimiento sobre la inversión (ROI) de Pelicano es el 18%. Según la tabla 2, el Activo Fijo es igual 40 millones de euros. Si ahora invertimos 4 millones obtendremos, dentro de un año, un flujo de caja de 27 millones o uno de -13 millones. Por tanto el valor futuro de Pelicano en ambos escenarios será igual a capitalizar los activos actuales de la empresa (36 millones) a su ROI y sumarle el valor del proyecto A en el año próximo.

Escenario optimista: $36 \times 1,18 + 27 = 69,48$ millones €
Escenario pesimista: $36 \times 1,18 - 13 = 29,48$ millones €

Aplicando el método binomial de valoración de opciones reales, calcularemos las probabilidades neutrales al riesgo, sabiendo que el tipo de interés sin riesgo continuo es igual al 7%. La probabilidad de ascenso p se obtiene despejando en la siguiente ecuación (41,93 millones es el valor actual de Pelicano incluido el VAN medio esperado del proyecto A, que asciende a 1,93 millones):

$$41,93 = \frac{69,48p + 29,48(1-p)}{1,07} \rightarrow p = 38,5\%$$

Ahora supondremos que la empresa tiene que devolver los 27 millones del endeudamiento dentro de un año. Así, que las acciones de Pelicano dentro de un año valdrán:

Escenario optimista: Máx (69,48 - 27 ; 0) = 42,48 millones €
Escenario pesimista: Máx (29,48 - 27 ; 0) = 2,48 millones €

Y, por tanto, su valor actual será igual a:

$$\text{Valor medio de las acciones} = \frac{42,48p + 2,48(1-p)}{1,07} = 16,71 \text{ millones €}$$

Como sabemos, por la tabla 3, que el valor de las acciones en el caso optimista es igual a 31,88 en el caso pesimista deberán ser igual a (ambos escenarios son equiprobables):

$$16,71 \times 2 - 31,88 = 1,54 \text{ millones €}$$

Haciendo el mismo razonamiento para el proyecto B obtendremos que el valor futuro de Pelicano en ambos escenarios podrá ser (recuerde que el ROI de los activos actuales es el 18%):

Escenario optimista: $36 \times 1,18 + 40 = 82,48$ millones €
Escenario pesimista: $36 \times 1,18 - 33 = 9,48$ millones €

El valor de las probabilidades neutrales al riesgo es igual a (38,78 millones es el valor actual de Pelicano incluido el VAN medio esperado del proyecto B, que asciende a -1,22 millones):

$$38,78 = \frac{82,48p + 9,48(1-p)}{1,07} \rightarrow p = 43,9\%$$



Ahora supondremos que la empresa puede devolver los 27 millones del endeudamiento dentro de un año. Así, que las acciones de Pelicano dentro de un año valdrán:

Escenario optimista: Máx (82,48 - 27 ; 0) = 55,48 millones €

Escenario pesimista: Máx (9,48 - 27 ; 0) = 0 millones €

Y, por tanto, su valor actual será igual a:

$$\text{Valor medio de las acciones} = \frac{55,48p + 0(1-p)}{1,07} = 22,76 \text{ millones €}$$

Como sabemos, por la tabla 4, que el valor de las acciones en el caso optimista es igual a 40,74 millones, en el caso pesimista deberán ser igual a (ambos escenarios son equiprobables):

$$22,76 \times 2 - 40,74 = 4,78 \text{ millones €}$$