

ENSAYOS Y NOTAS

Teoría del principal-agente

Jesús Alfaro Águila-Real

Resumen: En este artículo se analizan las razones jurídicas y económicas que justifican que la relación entre los accionistas y los administradores (principal-agente) sea la más eficaz para el cumplimiento del contrato social y el de los contratos de la propia corporación con terceros. El riesgo asumido por los accionistas (“propietarios residuales”) genera los incentivos para vigilar y sancionar a los integrantes de otros grupos de interés —particularmente a los administradores— que no maximicen el valor social.

Palabras clave: Accionistas; administradores; costes de agencia; relación principal-agente.

Códigos JEL: M14; M21.

Los aportantes de capital se convierten en propietarios o titulares residuales porque son los que más fácilmente pueden perder su aportación a la empresa en comparación con los otros participantes. En las organizaciones primitivas y totalitarias, ese riesgo es de envergadura pareja para todos los participantes, por lo que no se atribuye la titularidad residual y la competencia para adoptar decisiones a un subgrupo determinado.

En las economías modernas, en efecto, el capital de riesgo se utilizará normalmente para la adquisición de lo que se denomina capital fijo, es decir, bienes y derechos que se utilizarán para llevar a cabo la actividad económica de la empresa y que perderían buena parte de su valor si hubiera que destinarlos a otro fin (vendiéndolos a terceros). Son inversiones específicas. Por ejemplo, los cien millones de euros de capital aportados por los inversores internos en un proyecto de acería serán destinados a construir la factoría, la cual, si el proyecto no sigue adelante adecuadamente y hubiera que vender el inmueble y la maquinaria a terceros, valdría mucho menos de cien millones.

Los restantes aportantes no sufren un riesgo tan brutal de depreciación de su inversión porque ésta no suele ser tan específica a la empresa (el trabajador puede utilizar su fuerza de trabajo en otra empresa y dejar de prestar su trabajo si un mes no le pagan el salario) o porque la contratación de su prestación con la empresa es menos costosa (el financiador puede exigir garantías antes de prestar el dinero; el proveedor puede cortar el suministro si el cliente no le paga la mercancía previamente suministrada...).

Como ha señalado Williamson, los activos adquiridos con el capital aportado son los únicos que quedan en manos de la empresa. Los demás activos (energía eléctrica, materias primas, trabajo...) quedan en manos de sus titulares (proveedores, trabajadores) que pueden cortar unilateralmente su provisión a la empresa si observan incumplimientos por parte de

ésta. En otros términos, la aportación de capital que hacen los accionistas es el activo “más especializable” de todos los que forman la empresa, precisamente porque el dinero se puede intercambiar por cualquier cosa a menor coste que cualquier otro bien, por lo que también es el que sufre mayor riesgo de expropiación de sus rentas por los demás participantes en la empresa.

Los demás participantes en la empresa pueden expropiar a los inversores. Los trabajadores pueden exigir un aumento de su salario amenazando con marcharse y, por tanto, impidiendo que el activo —la acería en el anterior ejemplo— genere los rendimientos previstos. El proveedor de electricidad puede amenazar con cortar el suministro si no recibe un mayor precio que el pactado inicialmente sabiendo que las pérdidas que provocaría una paralización de la producción serían muy cuantiosas.

Hansmann generaliza esta idea señalando que será eficiente atribuir la propiedad a aquél de entre los aportantes de factores de la producción o de clientela para quien los problemas de contratar son más severos, es decir, aquellos que están en peores condiciones para contratar su aportación con la empresa.

En efecto, el hecho de que la inversión sea más fácilmente expropiable por los demás participantes en la empresa no sería un problema si los titulares del recurso invertido pudieran contratar de modo completo con los demás, es decir, pudieran protegerse contractualmente contra la expropiación (si, en el caso de la compañía de electricidad que reclama un precio más alto por ésta o amenaza con cortar el suministro, un juez estableciera inmediatamente la obligación de la eléctrica de continuar el suministro). En este sentido, la relación laboral puede contratarse muy detalladamente (los convenios colectivos son detalladísimos), el préstamo de dinero o la compraventa de materias primas pueden ser objeto de contratos muy específicos sin demasiado coste. Por el contrario, la aportación del capital de riesgo es menos

“contratable” y, por eso, más fácilmente expropiable por los demás participantes. La pretensión de los accionistas no sólo es la última en ser satisfecha —los accionistas son los últimos en cobrar en caso de liquidación de la empresa— sino que no tiene un precio fijo, de modo que su contrato con la empresa es muy incompleto: ni se fija cuándo, ni cómo ni cuánto recibirán a cambio del capital invertido. Una posición tan vulnerable se compensa atribuyéndoles el control sobre los activos de la empresa.

La posición de los accionistas como grupo es, además, más homogénea, porque aportan todos lo mismo —dinero— y sus posiciones son fungibles —una acción es igual que otra acción— y comparten los mismos fines —maximizar el valor de la compañía porque eso maximiza el valor de su aportación— lo que facilita la contratación entre ellos y reduce el eventual conflicto de intereses interno.

Si los fines de los miembros de un grupo son heterogéneos, y es costosa la negociación entre los miembros del grupo, no hay garantías de que los resultados de los procesos de decisión en dichos grupos sean los que maximicen el bienestar conjunto.

Lo que se acaba de exponer se traduce jurídicamente en que los intereses de los distintos grupos se protegen y organizan a través de sectores diferentes del Derecho: la organización y protección de los intereses de los accionistas-inversores corresponde al Derecho de Sociedades, esto es, al Derecho de las organizaciones; la protección de los trabajadores corresponde al Derecho del Trabajo; la protección de los acreedores corresponde —al margen de las normas sobre el capital social— al Derecho de Obligaciones y al Derecho Concursal; la protección del medio ambiente corresponde al Derecho Público, etc. Y la garantía de que los titulares residuales no dañan el bienestar social ejerciendo su derecho sobre los rendimientos residuales y su poder de decisión residual la proporciona no el Derecho sino la competencia en los mercados de productos en los que la empresa está presente, y lo que se conoce como cumplimiento normativo y responsabilidad social corporativa.

Lo anterior tampoco significa que los particulares no puedan utilizar cada uno de los sectores del Derecho que se aplican en la empresa para “contratar” y proteger sus intereses. Así, por ejemplo, un proveedor de una empresa puede adquirir una participación accionarial en la misma como una forma de asegurarse que se mantendrá, en el largo plazo, como proveedor de la empresa (en la medida en que su participación en el capital de la sociedad le permite influir para que se mantengan las relaciones comerciales con su empresa).

Viceversa, si el cliente adquiere acciones de la sociedad proveedora, estas “participaciones recíprocas” pueden servir de garantía de que ambas partes cumplirán lealmente los contratos (de suministro) que les unen.

Del mismo modo, los trabajadores pueden tener una influencia sobresaliente en la gestión empresarial si, como ocurre con cada vez más frecuencia, son los principales accionistas de la sociedad.

Como hemos adelantado, en empresas de cierta envergadura, los que aportan el capital son muchos individuos y la personalidad jurídica implica que no tienen acceso a los activos que conforman el patrimonio común, no se encargan de su gestión ni tienen poder para usarlo o para disponer de él. Contratan a personas especializadas para que lo hagan: los administradores o *managers*. Entonces aparecen problemas añadidos, que son los mismos que aparecen en relación con los restantes miembros del “equipo” en que consiste la empresa. Derivan de la existencia de discrepancia de intereses entre los accionistas, que han de temer que los demás accionistas no cumplan el acuerdo en los términos y espíritu pactado; que traten de apropiarse de rendimientos de los activos que no les corresponden, etc.

Estos riesgos se minimizan gracias a que los accionistas no tienen acceso al patrimonio social, que está en manos exclusivas de los administradores, pero éstos pueden racanear en su trabajo (no actuar diligentemente) o comportarse deshonestamente y desviar en su favor beneficios que corresponden a la empresa (no actuar como representantes leales). Estos problemas se denominan en la jerga económica costes de agencia, y su formulación se debe a Jensen y Meckling, aunque del problema se ocupó ya Adam Smith (“other people’s money”).

Los administradores realizan, por cuenta de los accionistas, las funciones que hemos descrito que corresponden al empresario en relación con los demás miembros del “equipo”. Esta división del trabajo tiene una importancia crucial en la determinación del reparto de los beneficios de la empresa. Así, en relación con los trabajadores, los administradores protegen a los accionistas y evitan que aquellos se apropien —vía salarios— de todo el beneficio, pero, naturalmente, no lo hacen gratis. Se apropian de una parte en forma de remuneración. La parte que los administradores sociales reciben no ha hecho más que aumentar. La explicación de esta evolución se encuentra en que los jefes, en cualquier empresa, aportan más al beneficio que los trabajadores, pero, sobre todo, en que las empresas que obtienen más

beneficios son aquellas que consiguen formar los mejores equipos, esto es, logran reunir a los “mejores” trabajadores y a los “mejores” jefes o supervisores del trabajo de aquellos. Al parecer, la ganancia derivada de reunir a unos y otros es muy notable. Zingales pone el ejemplo de un equipo de fútbol que logra reclutar a los mejores jugadores y al mejor entrenador. La ventaja competitiva del equipo es superior a la suma del valor de los jugadores y el entrenador por separado. En principio, el mayor valor de reunir a los mejores corresponde a los titulares residuales de la empresa —o del equipo de fútbol— pero cuando éstos no son unas pocas personas o un individuo sino una masa anónima de accionistas, el administrador de la compañía —el presidente del equipo— tiene muchas oportunidades de apropiarse de ese mayor valor en forma de remuneración extraordinariamente alta.

La competencia entre empresas puede impedir esta apropiación al reducir o incluso eliminar estos beneficios extraordinarios. Pero, a diferencia de lo que sucede con el rendimiento de un trabajador normal, cuya aportación al éxito de la empresa es perfectamente conocido porque su aportación es intercambiable con la de cualquier otro (al menos en relación con el trabajo no cualificado) que pueda ser contratado en el mercado de trabajo, la aportación de un administrador no se contrata en mercados igualmente competitivos y es muy difícil para los accionistas (o para los consejeros del Consejo de Administración que han de supervisar lo que hacen los ejecutivos) determinar la aportación del ejecutivo al éxito de la empresa y, por tanto, la remuneración competitiva. El resultado es, nuevamente, que los ejecutivos acaban recibiendo una remuneración astronómica.

Los costes de agencia son un concepto general aplicable no sólo cuando una persona (el principal) encarga a otra (el agente) hacer alguna cosa por su cuenta —esta es la concepción de las relaciones de comisión o mandato que tenemos los juristas— sino siempre que en una relación voluntaria entre dos sujetos uno de ellos puede afectar con su comportamiento a la esfera del otro sin el consentimiento de éste respecto de la acción concreta. Por lo tanto, hay costes de agencia siempre que exista lo que los juristas llamaríamos una relación fiduciaria o de confianza o un contrato incompleto. Al que con su conducta puede afectar a la esfera del otro se le denomina agente y al afectado, principal.

Una relación de agencia en sentido económico existe no sólo entre administradores y accionistas sino también entre el banco prestamista y la empresa prestataria, porque si ésta desvía los fondos a un fin

diferente al pactado o lo reparte directamente entre los pobres, su conducta afecta al interés del banco en que la empresa devuelva el préstamo disminuyendo esta posibilidad.

En general, si principal y agente son maximizadores egoístas de su propia utilidad, no hay garantía alguna de que el agente no anteponga su propio interés al de su principal.

Los costes de agencia pueden definirse, así, como los costes derivados de la divergencia de intereses que existen entre los distintos sujetos que intervienen en la empresa y cuyas relaciones se reglamentan a través de contratos duraderos (u organizaciones) que no son completos —no pueden contemplar de antemano todas las contingencias posibles ni perfectamente ejecutables. Son costes en los que ha de incurrirse para evitar conductas oportunistas (conductas que maximizan la utilidad de los agentes que gestionan los recursos a costa del principal que aporta los recursos). Son las inversiones que han de hacerse para asegurar que los agentes se ajustan en su conducta contractual a los intereses de sus principales. Asegurar este alineamiento puede implicar el establecimiento de estructuras de incentivos y la previsión de dispositivos de la más diversa índole que permitan vigilar la conducta del agente y constreñirla.

Estos costes son, por un lado, costes de supervisión o vigilancia (*monitoring costs*), es decir, los costes en que ha de incurrir el principal para asegurarse —controlando al agente— que éste no realiza actividades que le perjudiquen y que actúa leal y diligentemente en la gestión de sus intereses.

En segundo lugar, costes de garantía (*bonding costs*) que son los costes en los que incurre el agente para asegurar al principal que no llevará a cabo actividades que perjudiquen sus intereses y que actuará leal y diligentemente.

Por último, costes residuales, que son los costes de la divergencia de intereses que aún subsisten porque el coste marginal de incurrir en nuevas medidas de supervisión o de garantía no compensa el beneficio que se obtendría (en forma de una reducción de dicha divergencia). Lo que se ha expuesto hasta aquí no contesta directamente —aunque sí indirectamente— a una pregunta más fundamental y que tiene que ver con la intuición de Hansmann de que, lo normal, es hacer propietarios o titulares residuales a alguno de los grupos que son titulares, a su vez, de alguno de los factores de la producción (trabajo, capital, materias primas...). Se ha sugerido que si concebimos —como aquí se ha hecho— a la empresa como producción en

grupo, los que aportan el capital son “outsiders”, es decir, ajenos a la producción. No están implicados en el proceso de producción de los bienes o servicios que constituyen el objeto de la actividad de la empresa. Y tal falta de implicación los hace especialmente idóneos para ser los titulares residuales. Según hemos visto, y de acuerdo con Alchian y Demsetz, su función es evitar que ninguno de los miembros del equipo racanee.

Su función es asegurar —en la línea de Alchian y Demsetz— que los que participan en el proceso de producción cumplen sus contratos con la empresa. De este modo se asegura el cumplimiento de esos contratos a menor coste, porque, de otro modo, se dispararían los costes de vigilancia recíproca y de asegurar el cumplimiento del contrato por parte de los que están implicados en el proceso de producción.

Digamos, pues, que los *insiders* delegan el control de sus compañeros en un tercero, del mismo modo que, en el famoso ejemplo de Cheung, los remeros del barco fluvial eran los propietarios y el “hombre del látigo” que vigilaba que todos remasen vigorosamente era un agente de los remeros contratado por éstos para asegurar el cumplimiento del contrato por parte de todos. Atribuirles el excedente genera en los accionistas los incentivos para vigilar y sancionar a los miembros del equipo que racaneen.