

## LA TEORIA DEL AGENTE Y EL PRINCIPAL EN LA ESTRUCTURA DE LA EMPRESA

Por Martín Krause

### El contrato de agencia

Fenómenos básicos de la vida en sociedad son la división del trabajo y los intercambios. Estos se realizan por intermedio de contratos, mostrando tanta variedad como uno pueda imaginar, desde los contratos orales hasta los detalladamente escritos.

Los intercambios son posibles porque las valoraciones subjetivas de los individuos con respecto a un mismo bien o servicio difieren. El que compra valora más lo que está por recibir que el dinero que entrega a cambio, lo contrario para el que vende. Eso es lo que permite que ambas partes resulten beneficiadas cuando se cumplen las expectativas previas sobre el intercambio. Los economistas llaman a esto “excedente del consumidor” y “excedente del productor”, aunque en realidad deberíamos decir de quien compra y de quien vende.

*Ex-ante* ambos esperan salir beneficiados. *Ex-post* la situación puede ser diferente; por distintas razones: puede que las expectativas que tenía sobre el producto o servicio en cuestión no se cumplieron o puede ser que la calidad del producto o servicio recibido no sea lo que debía recibir. Es por esa razón que ambas partes de una transacción saben que tienen que “controlar” el cumplimiento del contrato. Este control no resulta difícil en muchos casos de compra de productos o servicios sobre los que se ha adquirido ya experiencia y conocimiento. Otros, sin embargo, presentan un determinado grado de dificultad, particularmente cuando se trata de contratos para dar un producto o servicio en el futuro y también cuando evaluar la calidad de los mismos es una tarea complicada. Como el conocimiento es imperfecto, particularmente con relación a circunstancias futuras no previstas, los contratos son necesariamente incompletos.

Un contrato de agencia, resulta cuando una persona, el agente, acuerda realizar un servicio al otro, el principal. El intercambio, como se mencionara, se realiza porque uno valora más el servicio que va a recibir que el monto que va a pagar mientras que el otro lo valora a la inversa, pero el cumplimiento del contrato necesita ser controlado. En el caso del agente, éste controlará que el principal cumpla con el pago determinado y otras cláusulas del contrato de agencia. En el caso del principal porque si bien el que contrata pretende que el agente actúe contribuyendo a su interés, esa persona puede verse tentada a perseguir objetivos propios, los cuales no coincidan con los del principal.

El caso tal vez más familiar que podamos presentar es el de la relación empleador-empleado. Ambos ingresan en la misma por propia conveniencia: uno para recibir el servicio del agente, el otro para ser remunerado por el principal. Sin embargo, los intereses de ambos no se encuentran perfectamente alineados, el empleado puede preferir dedicar su tiempo a otros asuntos o hacer llamadas telefónicas personales (la literatura económica actual llama a esto *riesgo moral*) y el empleador se ve en la necesidad de controlarlo; el

empleador puede verse tentado a requerir esfuerzos que no fueron acordados previamente o a tratar de reducir costos no cumpliendo con parte del contrato.

Todos los esfuerzos que el principal realiza diseñando e implementando sistemas de evaluación, motivación y compensación están dirigidos precisamente a eso: a reducir la discrepancia entre sus intereses y los del agente.

“Mucho de lo que se realiza como motivación en las organizaciones se reduce a cambiar los objetivos de la gente. Fomentar una cultura corporativa, la creencia en los objetivos de la empresa, el orgullo en el trabajo en grupos, y otras pueden pensarse como formas de reducir las diferencias entre los objetivos del agente –el empleado- y el principal –el empleador”(1).

¿Cuál es el diseño contractual óptimo? En otros términos, ¿qué tipo de diseño institucional puede contribuir a alinear los intereses del agente con los del principal? Éste será el tema del presente trabajo.

### **Managers y accionistas como agente y principal**

Que la relación entre los managers y los accionistas forma parte de las anteriormente analizadas parece obvio. La divergencia de intereses ya era señalada en esa obra señera de la ciencia económica:

“Los negocios de una sociedad por acciones se manejan siempre por un Consejo de Administración. Este Consejo, por lo regular, se halla sujeto a control de una Junta general de accionistas. Pero suele ocurrir que la mayor parte de los titulares de las acciones apenas se interesan en los negocios de la compañía, y cuando el espíritu de facción no prevalece entre ellos, ni siquiera se toman incomodidad alguna, sino que de buen grado se contentan con los dividendos anuales o semestrales que les pagan los directores de la sociedad. Pero como los directores de estas compañías administran caudales ajenos, y no los propios, no es de esperar que pongan en su manejo aquella vigilancia y diligencia extremada que suelen poner en los suyos los miembros de una sociedad colectiva....Por esta razón la negligencia y la prodigalidad suelen siempre prevalecer, en mayor o menor grado, en la administración de los negocios de esta clase de compañías”(2).

El fenómeno señalado por Adam Smith no era extendido en tanto y en cuanto predominaban en número las empresas familiares o unipersonales. En esos casos en que el accionista principal y el manager coincidían en la misma persona no se presentaban problemas de divergencia de intereses (subsistían en otro tipo de relaciones contractuales, por supuesto, lo cual obligaba al accionista/manager a controlar e incentivar).

Esto fue cambiando en el transcurso del presente siglo con la difusión masiva de la propiedad accionaria. La consiguiente separación entre propiedad y control fue señalada por primera vez por A. Berle y G. Means(3). Ellos afirmaron que esas grandes empresas son propiedad de un número tan grande de accionistas que ninguno de ellos es propietario

de un porcentaje importante y no tiene, por lo tanto, el poder para controlar las acciones de los managers, los que se convierten en *de facto* dueños de la empresa. Berle & Means definieron como “importante” la posesión de un 20% de las acciones de una empresa; según ese criterio en 1929 un 58% de las 200 principales empresas no-financieras eran controladas por los managers. En 1963, R Larner calculó ese mismo porcentaje como un 85%(4).

En esas circunstancias, el interés de un pequeño accionista de controlar a los managers sufriría típicos problemas de “acción colectiva”. Es decir, el servicio de control de los managers tendría las características de “bien público”, tal como los definiera Samuelson(5): cualquiera que incurriera en el costo (tiempo y esfuerzo como mínimo) de controlar a los managers no podría recuperar esos costos “cobrando” a los otros accionistas porque no puede “excluirlos” ni su consumo del servicio es “rival”. Todos serían *free-riders* de su esfuerzo.

Es decir, si un accionista decidiera realizar el control tan sólo porque quiere hacer uso de su derecho de propiedad no podría cobrarle a otros porque los demás se darían cuenta que recibirían los beneficios de esa acción de todas formas. Como todos piensan lo mismo, nadie terminaría realizando el control: los managers se convierten en dueños efectivos.

Si ese control no existe, no es de extrañar que la divergencia de intereses lleve a los managers en la búsqueda de objetivos que no son necesariamente los de los accionistas. Pueden resistirse a distribuir dividendos, pueden fijar sus miras en el corto plazo, pueden buscar agrandar la empresa tan sólo para acumular mayor poder... o pueden abusar del uso de los activos de los accionistas.

La situación parece bastante problemática. No obstante, el análisis realizado no está exento de problemas. Para empezar, ¿cómo es que un arreglo institucional de esa naturaleza ha sido capaz de sobrevivir hasta la fecha?, ¿cómo es que los accionistas no han escapado de esta trampa con un simple y sencillo remedio: vendiendo sus acciones? La continuidad de este tipo de empresas y la continua inversión de accionistas en ellas debe estar mostrando que algún tipo de mecanismo de control está vigente y funciona. ¿Cuáles son esos mecanismos?

## **El control a los managers**

Varios son los mecanismos por medio de los cuales esa “disciplina” es establecida. Para una mejor exposición los denominaremos externos e internos. Comencemos con los primeros:

### **Externos**

#### *1. La competencia en el mercado de productos o servicios*

Se refiere en este caso a la competencia en el mercado de los productos o servicios que la empresa vende. Cuanto mayor es el grado de competencia en los mismos, mayor presión

existe en los managers para alcanzar la eficiencia, mejorar la calidad, reducir los costos y, por ende, menor margen tienen para generar beneficios personales que sean costos para la empresa. En este caso la empresa con mayores costos corre el riesgo cierto de perder mercados y eventualmente desaparecer.

Obviamente en el caso que la empresa tenga otorgado un monopolio o se encuentre protegida de la competencia este mecanismo pierde eficacia para forzar a los managers. En tal sentido, la eliminación de costos de agencia parecería requerir una aproximación hacia el modelo de “competencia perfecta”. En realidad, dicho modelo es una figura ideal cuyos supuestos, en particular el del conocimiento perfecto e ilimitado, son poco aptos para el análisis de las estructuras de gobernación de las empresas. Es más, en dicho modelo las empresas son meras “funciones de producción” donde se asume que el problema en cuestión no existe y la eficiencia se alcanza automáticamente, donde no podría haber diferencias de costos porque éstas serían eliminadas rápidamente.

En tal sentido, uno podría preguntarse cómo en tal mundo es que existe margen para mejorar la eficiencia de la gestión, pues ésta por definición ya se habría alcanzado.

De hecho, en el mundo real de la información y el conocimiento imperfectos esa eficiencia no se alcanza sino que las oportunidades de acercarse a ella son exploradas por los “entrepreneurs” o empresarios. La disciplina del mercado existe y ejerce una poderosa presión, pero no elimina el problema... las condiciones cambiantes del mercado convierten al óptimo en un blanco móvil que nunca llega a alcanzarse.

## *2. La carrera del ejecutivo a largo plazo*

Los objetivos de una carrera individual a largo plazo también generan auto-disciplina por parte de los managers: solamente podrá ir alcanzando posiciones en empresas cada vez más importantes quien se haya desempeñado correctamente en sus cargos anteriores. Por otro lado, ese individuo se encuentra en competencia con otros potenciales candidatos alternativos.

El mecanismo parece suficientemente claro pero si asumimos que el problema del principal-agente existe y que el top manager en la práctica maneja la empresa como si fuera propia, el ascenso en la carrera interna puede estar más estrechamente vinculado a satisfacer los objetivos del CEO que de los accionistas. En este caso, la carrera a largo plazo se realiza dentro de un “mercado laboral interno”, en buena parte aislado del mercado externo. El CEO, por otra parte, podría estar interesado en contratar personas que contribuyan a su objetivo personal, y en tal sentido los que vengan de afuera pueden ser menos confiables.

## *3. El mercado de fusiones y adquisiciones*

Los mecanismos de control mencionados hasta aquí son poderosos, si bien no perfectos. En última instancia, existe una poderosa fuerza disciplinadora de los managers que no atienden los intereses de los accionistas dispersos que suele llamarse el “mercado del control empresario”, o de fusiones y adquisiciones(6).

Pensemos en el pequeño accionista que tiene pocas posibilidades de controlar a los managers de la empresa. Puede, sin embargo, realizar una importante acción: vender. Cuando muchos accionistas quieren vender y pocos inversores quieren comprar, el precio de la acción baja, enviando una señal acerca de la eficiencia de los managers. Una buena empresa mal administrada es un candidato ideal para un “*take-over*”.

Esa adquisición puede ser con el consentimiento de los managers y accionistas o puede ser con el consentimiento de éstos últimos y la resistencia de aquellos, en cuyo caso se trata de un *take-over* hostil. Sobre todo en el segundo caso los managers corren serio riesgo de perder sus posiciones. Aquí el “raider” cumple un papel fundamental ya que se dirige directamente a los accionistas y les ofrece un precio por sus acciones superior al que cotiza en ese momento en la bolsa. El mensaje es: el management actual no ha logrado generar valor adecuadamente, yo estoy en condición de hacerlo por eso estoy dispuesto a pagar más.

Un buen ejemplo, aunque tal vez extremo, es el caso de F. Ross Johnson, ex CEO de RJR Nabisco. Entre otras cosas Johnson regalaba asiduamente relojes de 1500 dólares, contrataba a figuras como el ex presidente Gerald Ford para jugar en torneos de golf que la compañía promovía y a Frank Sinatra o Bob Hope para entretener a los clientes, autorizaba oficinas excesivamente lujosas proveía a sus principales ejecutivos con Cadillacs, Mercedes y Rolls Royce con chofer; contrató a 36 pilotos para los 10 aviones de la empresa que usaban a gusto. Se cita a Johnson diciendo: “Uno de las tareas más importantes que tiene un CEO es el cuidado y la atención de los directores”. ¿A costa de quién?

A fines de 1988, Johnson y los principales managers de la empresa anunciaron su intención de adquirir un porcentaje mayoritario de la empresa a través de un LBO (*leveraged buy-out*), ofreciendo a los accionistas \$ 75 por acción. Otros pensaron que ese era un valor bajo. Así, la firma Kohlberg, Kravis, Roberts & Co (KKR) ofreció \$ 90 y se inició una competencia de ofertas hasta que el directorio eligió la propuesta de KKR de \$ 109 por acción, pese a que era levemente inferior a la de Johnson. ¿Porqué lo hicieron? Pues, no podían dejar de preguntarse cómo era que el management de la empresa estaba dispuesto a pagar hasta \$ 112 por acción cuando su gestión no había logrado un precio de 75. Al adquirir la empresa KKR, Johnson perdió su posición, y buena parte de su reputación(7).

No es de extrañar que los managers hayan reaccionado contra esta amenaza tratando de protegerse de distintas formas (después de todo, ¿a quién le gusta la competencia?), entre las que se destacan:

- Supermayorías: los managers tratan de convencer a la asamblea de accionistas para que toda propuesta de adquisición tenga que ser aprobada por porcentajes mayores a una simple mayoría de votos.
- *Poison pills*: otorga derechos preferenciales para la compra de acciones a los actuales accionistas, lo que eleva considerablemente el costo de un intento de adquisición.
- *Greenmail*: si el potencial adquirente ha obtenido un determinado porcentaje de las acciones de la empresa, el management procede a comprarle esa parte con una prima

sobre el precio de la acción, en la práctica gastando dinero de los accionistas para evitar perder el control de la empresa

- “Paracaídas de oro”: es un acuerdo de otorgar una compensación elevada a los managers en caso de perder su posición por una adquisición.

## **Internos**

¿Qué pueden hacer los accionistas para disminuir la divergencia de intereses entre ellos y los managers. Básicamente dos cosas:

### *4. El sistema de compensación*

La compensación de los managers es un sistema de premios (y eventualmente castigos) para incentivar la búsqueda por parte de éstos de alcanzar los objetivos de los accionistas. Implica, por supuesto, la vinculación de la remuneración a resultados.

Pero es necesario en este punto realizar una aclaración importante. El diseño del sistema de compensación es tremendamente importante y puede resultar un arma de doble filo: bien diseñado promoverá los intereses de los accionistas, pero en caso contrario puede resultar particularmente dañino. Por ejemplo: una remuneración fija reduce el interés del CEO en obtener resultados positivos; pero no sólo eso, hasta un “bonus” anual puede centrar la atención del mismo en el resultado a corto plazo en detrimento de la solvencia a largo plazo de la firma.

Alcanzar un buen sistema de compensación ejecutiva no es sencillo pues los objetivos a conseguir pueden ser diversos y hasta contrapuestos entre sí. Para atraer la atención del manager en el largo plazo suelen utilizarse pagos diferidos y opciones de acciones.

Por otra parte, se plantean cuestiones de difícil respuesta: ¿en qué medida existe una relación directa entre el valor de una acción y la habilidad o el esfuerzo del ejecutivo? De la misma forma en que puede verse beneficiado por circunstancias ajenas a su accionar (problemas de un competidor, un auge de la economía), puede verse afectado por ellas (efecto Tequila, por ejemplo).

Ante estas situaciones habrá que evaluar de otra forma la performance de los managers. Aquí es donde cumple un papel importante la siguiente alternativa:

### *5. El Directorio*

El directorio de una compañía es la institución que los accionistas han creado como representantes de sus intereses y cuyo objetivo es promover los mismos y la adecuación de las acciones de los managers a éstos. Es el componente “democrático” dentro de las empresas.

Nuevamente, el mecanismo no es perfecto; la información y el conocimiento detallado del negocio por parte del CEO son claramente superiores a los de los directores. No obstante, hay evidencias de que una pobre performance en el mercado accionario está

seguida de un reemplazo del CEO más alto que lo normal, dando a entender que los directores efectivamente controlan y se ocupan de los intereses de los accionistas.

Obviamente, todo depende de qué tipo de directorio se forme, puede ser uno que simplemente refrende las acciones del CEO, en cuyo caso poco es lo que logra en beneficio de los accionistas. Como lo describe el famoso “raider” o “cazador de empresas” Carl Icahn:

“Literalmente, la mitad del directorio se estaba durmiendo. La otra mitad leía el *Wall Street Journal*. Entonces ponían unas transparencias que nadie podía entender y cuando se oscurecía todos se dormían. El CEO en ese entonces era un personaje intimidatorio. Alto, grande, con una fuerte personalidad, estaba en control de ese directorio. Quiero decir que nadie podía decir nada. Yo era el único que era propietario de acciones por lo que tenía un interés. Quería saber qué diablos pasaba(8)”.

Directorios como estos de nada sirven a los accionistas. Por esa razón se han desarrollado en distintos países del mundo los que se llaman “Códigos de Mejores Prácticas” donde las propias empresas han establecido los mejores criterios para la formación y la operación de los directorios.

Un estudio realizado por Spencer Stuart(9) muestra cuáles han sido las principales tendencias mundiales en tal sentido, y no es de extrañar que estén relacionados con lo antes comentado:

- “el porcentaje de directores independientes en los directorios continúa creciendo, y el de los internos decrece”
- “continúa la drástica tendencia a dejar de lado planes de retiro como remuneración de los directores”
- “más empresas están compensando a sus directores con acciones”.
- “la reducción del tamaño de los directorios que se verificara previamente se ha estabilizado”

### *Directores independientes*

Un aspecto clave para que el directorio pueda contribuir a superar la divergencia de intereses entre el principal (accionistas) y el agente (management) es la presencia de directores que no respondan a éstos últimos, es decir, directores independientes con capacidad y motivación para supervisar.

Según el estudio un 80% de los directores de las empresas analizadas son independientes, comparado con el 72% hace cinco años. Empresas como Campbell Soup, Federal Express, Pharmacia & Upjohn tienen hasta un 93% de independientes en su directorio. De estos directores, la mitad son CEOs retirados o presidentes y principales ejecutivos de otras empresas (los “activos” superan a los “pasivos” 3 a 1), un 13%

proviene del mundo académico y las actividades sin fines de lucro y el resto consultores, abogados, banqueros, etc.

Es creciente también la cantidad de comités integrados por directores independientes, un fenómeno que se iniciara en los Estados Unidos y se extendiera a Europa en los años 90. Los dos más comunes son los de remuneración (donde se decide la compensación de los principales ejecutivos) y nominación (la selección de un nuevo CEO si es necesario reemplazar al actual o éste se retira). El primero tiene a su cargo fijar la remuneración del CEO, un tema que ha generado más de un escándalo en los Estados Unidos en los últimos años. El segundo evalúa potenciales reemplazos de forma tal de no encontrarse con sorpresas inesperadas. También importante es el de auditoría.

### *Remuneración de los directores*

Como señalara el relato de Icahn, directores cuya remuneración es un plan de retiro estarán motivados precisamente a eso: a retirarse tranquilos. Hace unos cinco años el 80% de los directorios los tenían, en 1997 Spencer Stuart encontró que menos del 25% los seguían ofreciendo.

La tendencia, correcta desde el punto de vista de los incentivos, es a remunerar a los directores con acciones, siendo el principal mecanismo utilizado las opciones de acciones. En 1992 solamente un 3% de las empresas los utilizaban mientras que en 1997 más de un tercio lo hacía. También ha crecido el pago directo con acciones, algunas empresas pagando la totalidad de los honorarios de directores de esa forma. Las compañías que más elevados honorarios pagan son Travelers Group (\$100.000 en acciones), Sear, Roebuck & Co (\$90.000), Eli Lilly & Co. (\$79.560), PepsiCo (\$70.000) y TRW (\$70.000)

Es más, no solamente se remunera la actividad general del director, sino que en particular se paga por participar de cada reunión del directorio. Un 84% de las empresas lo hace con sumas que promedian los \$ 1.300. Lo mismo sucede con la participación en los comités del directorio.

### **Apertura de las estructuras empresarias**

En muchos países poco se ha avanzado, sin embargo, en la estructuración de los directorios en línea con los desarrollos que se observan a nivel mundial. Es una tarea pendiente en la modernización de las empresas, que algunos sabrán aprovechar y otros se verán obligados a realizar.

Por varias razones, entre las que se destacan:

- Un estudio realizado por McKinsey & Co. muestra que los inversores están dispuestos a pagar más de un 11% adicionales por empresas con adecuadas estructuras de gobierno. Lo hacen porque creen que una empresa de esas características va a tener una mejor performance en el tiempo, porque se reducen los riesgos y porque otros inversores también la van a valorar mejor. Tal vez el mejor escenario es tener un socio y seguir conduciendo el negocio; sin embargo este inversor, ante la debilidad estructural



mencionada solamente invierte si posee el control mayoritario, por lo que la opción es invertir en otra compañía u otro país.

- La creciente presencia de inversores institucionales, locales y extranjeros, entre los accionistas principales de las empresas demandará una mayor atención sobre este tema. Los inversores institucionales participan de los directorios y además promueven la participación activa de otros accionistas. Uno de los mayores fondos de pensión de los Estados Unidos, CalPERS (el fondo de los empleados públicos de California) “sostiene el derecho a ejercer responsabilidades como un propietario de la corporación y alienta a otros accionistas a hacer lo mismo. Lo hace sabiendo que el valor sostenible a largo plazo de la empresa depende de la atención que el directorio presta a los intereses de los accionistas, la calidad de su management, y la fuerza de sus relaciones con empleados, proveedores e inversores”.

La activa presencia de inversores externos e institucionales en las empresas va a demandar un cambio profundo en la configuración de los directorios de las mismas. Accionistas y “clientes” se van a ver favorecidos, la empresa y la comunidad también. El ya mencionado fondo de pensiones CalPERS sostiene que todos los mercados deben desarrollar un adecuado Código de Mejores Prácticas para el funcionamiento de los directorios, por el cual los directores y managers de las empresas puedan regularse a sí mismos y definir claramente su relación con, y sus responsabilidades hacia, los accionistas. Ese código debe ser un estándar que represente las mejores prácticas de gobernación empresarial en el mercado. Es una forma de aumentar el valor de la acción y disminuir el costo de la deuda y no es de extrañar que las calificadoras de riesgos lo incluyan como criterio de evaluación.

No escapan a esto las empresas “familiares” o con accionistas mayoritarios claramente establecidos. Como se mencionara, sus relaciones con inversores o prestamistas adquieren las mismas características analizadas aquí. A la apertura de la economía muy probablemente le siga la apertura de los directorios.

---

(1) McMillan, John; *Games, Strategies & Managers* (New York: Oxford University Press, 1992), pág. 92.

(2) Smith, Adam; *Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones* (México, D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1958 [1776]), pág. 665.

(3) Berle, Adolf & Means Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Commerce Clearing House, 1932).

(4) Lerner R.J., “Ownership and control in the 200 largest non-financial corporations, 1929 and 1963”, *American Economic Review*, 1966, vol 56, p. 777.

- (5) Samuelson, Paul A.; "The Pure Theory of Public Expenditure". *Review of Economics and Statistics* (November 1954) 36.
- (6) Manne, Henry G., "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 75, p. 110.
- (7) Miller, Gary J., *Managerial Dilemmas: The Political Economy of Hierarchy*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1992), pág. 162.
- (8) Citado en McMillan, op cit, pág. 126.
- (9) 1997 Board Index: Board Trends and Practices at S&P 500 Corporations. Spencer Stuart, 1997.