

COSTOS DE TRANSACCIÓN, TEORÍA DE
AGENCIA Y GOBIERNO CORPORATIVO.
NECESIDAD DE INCORPORAR
A LA PROBLEMÁTICA QUE PLANTEAN LAS
PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO
EL ANÁLISIS DE LOS COSTOS DE AGENCIA Y
DE TRANSACCIÓN A FIN DE LOGRAR UNA
REGULACIÓN MÁS ADECUADA

Gabriel Eduardo Messina

“Cuando una persona ejerce una autoridad que afecta la riqueza de otra, sus intereses pueden divergir”¹

INTRODUCCIÓN

La presente exposición tiene como objetivo esbozar las denominadas teorías de agencia y de costos de transacción intentando explicitar su vinculación con el gobierno corporativo².

Nuestra intención será contribuir al desarrollo de una adecuada formulación de prácticas de gobierno corporativo desde un enfoque alternativo que intenta contener las herramientas provenientes de la economía.

¹ “When one person exercises authority that affects another wealth, interests may diverge”. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel, “The economic structure of corporate law”, Harvard University Press, ISBN 0-674-23539-8, pág. 91.

² “...estableciendo la necesidad de incorporar la teoría de la organización como herramienta analítica”. PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 200.

Cabe aclarar que el examen que se formula a continuación abandonará incluso algunos de los supuestos tradicionales del análisis económico como es de la racionalidad ilimitada de los agentes.

Se propone en el presente trabajo realizar un análisis de la estructura societaria que no se limite al contrato de sociedad sino que tenga un alcance más comprensivo, relacionándola con las contrataciones que se producen con los diferentes proveedores de fondos³. Sin embargo, no será posible el estudio de la normativa legal pertinente ya que extendería la exposición más allá de los fines que se propone.

Tanto el enfoque de los costos de transacción como el de los problemas de agencia tienen como nota común esta concepción de la sociedad como nexo contractual de una pluralidad de acuerdos, tanto escritos como no escritos, con factores de producción y clientes, los que determinarán tanto los derechos y obligaciones como el modo que se adoptarán las decisiones y la adjudicación de los derechos residuales o “residual claims” (entendiendo por ello, los derechos a los flujos de fondos netos⁴).



FUNDAMENTACIÓN

Las prácticas de gobierno corporativo, tanto sean en la esfera de dirección como en la de control⁵, tiene una implicancia directa en la su-

³ “En la medida que la ley adscriba con claridad al modelo predominante en la teoría de las finanzas corporativas, se favorece al proceso de formación de capital de la empresa”. El “corporate governance”, los “deberes fiduciarios” de los administradores y el principio de “creación de valor para los accionistas”. La regla del “juicio de los negocios”, pág. 774. <http://congresods.uade.edu.ar/greenstone/collect/congres1/index/assoc/HASHf46f/7c27d35f.dir/doc.pdf>.

⁴ “The residual risk —the risk of the difference between stochastic inflows of resources and promised payments to agents— is borne by those who contract for the rights to net cash flows. We call these agents the residual claimants or residual risk bearers”. FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution. Jun., 1983, pág. 302. <http://links.jstor.org/sici?sici=00222186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>.

⁵ “El gobierno corporativo es un sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas”. BOHÓRQUEZ, Luz Esperanza, “Gobierno corporativo y control

pervivencia de las sociedades ya que los individuos o agentes que toman importantes medidas pueden no compartir un porcentaje importante de la riqueza que sus decisiones pueden generar⁶, situación que usualmente se presenta en el órgano directivo⁷.

El gobierno corporativo tradicionalmente ha propuesto mecanismos de control⁸ que incluyen el establecimiento de planes, políticas, procedimientos, estándares y códigos⁹, entre otros mecanismos; apoyándose adicionalmente en instrumentos de incentivo o coacción que se orientan a reducir la incertidumbre y a disminuir los costos de transacción.

interno: algunas limitaciones y desafíos”, *Revista Economía, Gestión y Desarrollo*, Cali (Colombia) n° 12 39 - 57 Diciembre, 2011. http://revistaeconomia.puj.edu.co/html/articulos/Numero_12/BOHORQUEZ.pdf.

⁶ “...we are concerned with the survival of organizations in which important decision agents do not bear a substantial share of the wealth effects of their decisions”. FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pág. 301. <http://links.jstor.org/sici?sici=00222186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>.

⁷ “The common apex of the decision control systems of organizations, large and small, in which decision agents do not bear a major share of the wealth effects of their decisions is some form of board of directors”. FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution. (Jun., 1983), pág. 311. <http://links.jstor.org/sici?sici=00222186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>.

⁸ “Los mecanismos de control pueden tener origen legal, contractual en sentido estricto, o seguirse de la existencia de un mercado de control societario que limite la posibilidad de un comportamiento oportunista por parte de los administradores societarios”. PAOLANTONIO, Martín E., “Retribución de los directores y análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas” en “*Revista de Derecho Privado y Comunitario*”, n° 21, Derecho y Economía, Rubinzal-Culzoni editores, Santa Fe, 1999, págs. 297/298.

⁹ “Por medio de los principios contenidos en estos Códigos de Gobierno Corporativo se intentó disminuir uno de los principales problemas que enfrenta el accionariado disperso de las grandes corporaciones que consiste en la disociación entre la propiedad y control que provoca importantes problemas de agencia, difíciles de resolver”. PELAEZ, Enrique, “Informe sobre el código de gobierno corporativo”, XI Congreso argentino de societario: VII Congreso iberoamericano de derecho societario y de la empresa, 1ª ed., Buenos Aires: Fundación para la Investigación y Desarrollo, 2010, ISBN 978-987-23848-3-8, Mar del Plata, 19, 20 21 y 22 de Octubre de 2010, tomo III, pág. 440.

Sin embargo, limitar la posibilidad de elección de los individuos en ambientes caracterizados por la incertidumbre, el dinamismo y la complejidad, dificulta el desarrollo de condiciones orientadas a facilitar la innovación, la reacción rápida y flexible y, en general, la toma de decisiones oportunas; elementos claves para la supervivencia empresarial.

Teoría de la agencia

La existencia de algún tipo de separación entre los accionistas y los administradores o entre propiedad y control¹⁰ plantea uno de los principales dilemas con el que debe lidiar el ordenamiento societario en la materia que nos ocupa: el problema de agencia¹¹.

Oliver Hart plantea que ante la ausencia de problemas de agencia no tiene lugar el gobierno corporativo ya que todos los individuos relacionados con la organización pueden ser instruidos para maximizar el beneficio, el valor neto de mercado o minimizar los costos¹². Además no se requeriría de ninguna estructura de gobernación para resolver los desacuerdos ya que no se presentarían.

Bajo este enfoque las relaciones contractuales en el seno de las organizaciones son relaciones de agencia por la cual una parte, el agente, se obliga a realizar alguna actividad para la otra parte —el principal—¹³. En

¹⁰ Si bien esta separación produce una innegable serie de ventajas tales como la especialización en las funciones gerenciales y en la estructura de decisiones, trae aparejado consigo el riesgo de conflictos de intereses. ALBERTO, Federico Carlos, "Reflexiones en torno al gobierno corporativo". <http://congresods.uade.edu.ar/greenstone/collect/congres1/index/assoc/HASH012a/6f30b9ae.dir/doc.pdf>.

¹¹ Los problemas de agencia pueden ser agrupados en tres categorías: conflicto de intereses, asunción de riesgos y asimetrías de información, recordando que no son independientes y que sus consecuencias se encuentran entrelazadas entre sí.

¹² "In the absence of agency problems, all individuals associated with an organization can be instructed to maximise profit, or net value or minimise costs [...] and so incentives are not required to motivate people. Also no governance structure is required to resolve disagreement, since there are none. Hart, Oliver. "Corporate governance: some theory and implications", *The Economic Journal*, volume 105, Issue 430 (May 1995), pág. 679.

¹³ "An agency relationship is a relationship between two people, one of whom (the "principal") benefits when the other (the "agent") performs some task". POSNER, Eric, "Agency Models in Law and Economics", *The Chicago Working Paper Series Index*: <http://www.law.uchicago.edu/Publications/Working/index.html>.

los contratos corporativos la incertidumbre recae en los titulares de derechos residuales, usualmente los accionistas. De este modo, el contrato de sociedad convierte a los administradores en agentes de los accionistas pero sin especificar los deberes de estos agentes¹⁴.

En este sentido resulta evidente un eventual conflicto de intereses entre principal y agente debido a los diferentes objetivos perseguidos¹⁵ o debido a un comportamiento oportunista por el cual se pretende maximizar el beneficio de los administradores o accionistas controlantes a expensas de los accionistas minoritarios, la sociedad o los acreedores.

Bajo esta teoría, el tipo de conductas que las partes podrán llevar adelante para la consecución de sus objetivos resultan previsibles por los contratantes provocando costos a fin de reducir la desviación en el compartimiento de los agentes.

Consecuentemente, se considerará a los costos de agencia¹⁶ como la suma de: a) los desembolsos realizados por el principal para el monitoreo de las actividades (*monitoring expenditures*), b) los egresos del agente para garantizar que no realizará acciones dañosas para el principal (*bonding expenditures*), c) y la pérdida residual, entendida como la reducción del bienestar del principal como consecuencia de la divergencia entre las decisiones del agente y aquellas que maximizarían el bienestar del principal¹⁷.

¹⁴ "The corporate contracts locates the uncertainties in the holders of the residual claims - conventionally the equity investors. [...] In others words, the corporate contract makes managers the agents of the equity investors but does not specify the agents' duties". EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel, "The economic structure of corporate law", Harvard University Press, ISBN 0-674-23539-8, pág. 91.

¹⁵ "Eje fundamental de estas prácticas es el interés de la empresa, como concepto abarcador no solo del interés del accionista en maximizar sus dividendos, sino también de los directivos, trabajadores y público inversor en general". MARSILI, María Celia, "Códigos de buenas prácticas corporativas; ética y norma jurídica", <http://congresods.uade.edu.ar/greenstone/collect/congres1/index/assoc/HASHf07f/4e674c2d.dir/doc.pdf>.

¹⁶ Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests. Agency costs also include the value of output lost because the costs of full enforcement of contracts exceed the benefit. FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pág. 304.

¹⁷ JENSEN, Michael; MECKLING, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Octo-

Costos de transacción

El sustrato fundamental de esta teoría radica en que las transacciones deben gobernarse, tanto en el diseño como en la ejecución, siendo ciertas modalidades institucionales más acordes que otras para ejercer este gobierno¹⁸.

Para este análisis se parte de una definición de conducta que se aparta de uno de los supuestos fundamentales de la literatura económica, e incorpora como características conductistas la racionalidad limitada y el oportunismo.

De acuerdo al primero de los caracteres enunciados supondremos que los agentes son racionales pero solo en forma limitada por lo que los contratos resultarán incompletos debido a que resulta imposible prever la totalidad de las contingencias o situaciones futuras¹⁹.

Bajo el segundo supuesto, el oportunismo, el individuo actúa orientado a perseguir su propio interés aunque ello signifique incumplir com-

ber, 1976, v. 3, n° 4, págs. 5/6 <http://papers.ssrn.com/abstract=94043> En igual sentido, hallamos: "Agency problems arise because contracts are not costlessly written and enforced. Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests. Agency costs also include the value of output lost because the costs of full enforcement of contracts exceed the benefit". FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pág. 304. <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-2186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>.

¹⁸ "Governance structures, however, are properly regarded as part of the organization problem. For some transactions, a shift from one structure to another may permit a simultaneous reduction in both the expense of writing a complex contract (which economizes on bounded rationality) and the expense of executing it effectively in an adaptive, sequential way (by attenuating opportunism). WILLIAMSON, Oliver, "Transaction - Cost Economics: The governance of Contractual Relations" en. "Firms, Organizations and Contracts: A Reader in Industrial Organization". BUCKLEY, Peter; MICHIE, Jonathan, Oxford Management Readers, Oxford University Press, USA. September, 1996, ISBN-13: 978-0198774365.

¹⁹ "More contractual detail is an implausible solution; recall that the need for managerial discretion comes precisely from the high costs of anticipating all problems, contracting about them, and enforcing these contracts through the courts". EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel, "The economic structure of corporate law", Harvard University Press, ISBN 0-674-23539-8, pág. 92.

promisos expresos o tácitos²⁰. Este comportamiento genera no sólo que las partes intenten incluir en el precio la potencial conducta oportunista —posición cercana a la teoría de la agencia— sino que también centren su atención en diseñar mecanismos *ex-post* que reduzcan los efectos de esta conducta²¹.

Como vemos, la teoría de la agencia brinda herramientas para un análisis de la problemática contractual *ex-ante* (a partir de la existencia de objetivos diferentes) mientras que la teoría de los costos de transacción se centra en los costos *ex-post* producto del carácter incompleto de los contratos complejos²².

Dichos costos *ex-post* pueden ser reducidos mediante una adecuada elección de estructura de gobierno (mercado, jerarquía o híbrido).

Ahora bien, también resultará necesario referirnos brevemente a la estructura de capital comprendiendo que la misma depende de los medios por los cuales se obtienen y administran los recursos para la consecución del objeto societario.

Cabe advertir en este punto que si bien se procederá a relacionar las teorías prenombradas con las diferentes modalidades de contratación financiera, se deberá tener en cuenta que muchas de las conclusiones a las que se arribará dependen de mercados financieros desarrollados²³ por lo que el traslado de estas conclusiones debe hacerse con cautela para el

²⁰ “El segundo supuesto conductista es que los agentes humanos propenden al oportunismo, que es una condición profunda de la búsqueda del interés propio que contempla la traición”. La lógica de la organización económica” en “La naturaleza de la empresa”, WILLIAMSON - WINTER (compiladores), editorial Fondo de Cultura Económica, 1996, pág. 139.

²¹ PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 220.

²² PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 215.

²³ El ratio capitalización bursátil doméstica / PBI de la Argentina en los últimos años fue de 16,2% (2010), 9,9% (2011) y 7,7% (2012) resultando uno de los más bajos de la región. Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), Anuario bursátil 2012.

caso de nuestro país²⁴. Y aunque este factor exógeno limite su aplicación, podemos afirmar que existe una base común que permite aprovechar estas construcciones teóricas para lograr una mejor comprensión de las características de la contratación financiera, la que en definitiva determinará los derechos y obligaciones de los proveedores de capital, ya sean accionistas o acreedores²⁵.

Control corporativo y sus limitaciones

Tanto los acuerdos implícitos como explícitos pueden no ser honrados por alguna de las partes vinculada a la organización. En consecuencia, deben establecerse mecanismos de control.

Siguiendo el trabajo de Jensen (1993) afirmaremos que estos mecanismos pueden ser tanto internos como externos: los primeros son aquellos vinculados propiamente a las políticas de gobierno corporativo mandatorias o voluntarias que la sociedad tiene o ejecuta; los segundos, están enfocados en los factores externos que influyen en el gobierno de las sociedades, y dentro de los cuales se encuentran el mercado de control, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral, el sistema legal y la auditoría externa²⁶.

Por su parte, Hart reconoce como instrumentos de control: la junta (o consejo) de directores, la posibilidad de enfrentamiento electoral para renovar la junta directiva²⁷, la existencia de accionistas mayoritarios, las potenciales adquisiciones hostiles —*hostil takeovers*— y la estructura

²⁴ “Most corporate governance research focuses on a universal link between corporate governance practices (e.g., board structure, shareholder activism) and performance outcomes, but neglects how interdependencies between the organization and diverse environments lead to variations in the effectiveness of different governance practices”. AGUILERA, Ruth V.; FILATOTCHEV, Igor; GREGORY JACKSON, Howard Gospel, “An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities”, *Organization Science*, vol. 19, n° 3, May–June 2008, pág. 475–492, ISSN 1047-7039.

²⁵ PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 217/218.

²⁶ JENSEN, Michael, “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *The Journal of Finance*, (July, 1993) pág. 26. http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=93988

²⁷ Proxy fights

financiera. Sin embargo, estos mecanismos, si bien producen considerables beneficios también acarrearán sus problemas. Por ejemplo, la existencia de un accionista mayoritario probablemente reduzca los costos de agencia pero no eliminará la chance de que intente mejorar su posición a expensas del resto de los accionistas. La amenaza de una lucha electoral importa un significativo problema de *free rider*: el accionista disidente soportará todos los costos iniciales para descubrir la razón por la cual no se obtienen los resultados esperados e incurrirá en los gastos para entablar la “batalla” electoral en beneficio del resto de los accionistas.

A la fecha existen diferentes modelos de control interno que proporcionan un marco que intenta garantizar la gestión administrativa de las organizaciones²⁸.

Todos estos mecanismos que se centran en la “búsqueda del equilibrio” presentan dificultades para detectar e implementar cambios oportunos, reducen el grado de libertad de la organización (inflexibilidad), son de reacción tardía y en general disminuyen el valor agregado por parte del empleado.

Modalidades de financiamiento y estructura de capital

En este acápite nos detendremos brevemente para analizar las principales vías para la obtención de fondos a la luz de las teorías expuestas.

En primer lugar, comenzaremos señalando que por estructura de capital entendemos la proporción (o composición) del financiamiento permanente a largo plazo de una empresa representado por la deuda, las acciones preferentes y el capital propio²⁹, es decir, que consiste en elección de cuánto financiar con deuda, y cuánto con recursos propios.

²⁸ Por ejemplo: a) Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), EEUU; b) Cadbury, Reino Unido; c) Criteria of Control Board (CoCo), Canadá.

²⁹ VAN HORNE, James; WACHOWICZ, John, “Fundamentos de Administración Financiera”, Pearson Educación, México, 2002, pág. 468. En el mismo sentido encontramos que “la estructura óptima de capital es aquella proporción entre deuda y recursos propios que simultáneamente minimiza el costo promedio de los recursos utilizados por la empresa (el WACC), maximiza el valor de la empresa, entendida como la suma de deuda más recursos propios a valor de mercado, y también maximiza el precio por acción”. AZNAREZ, Julio; VILASECA, Álvaro, “Estructura de financiamiento de la empresa familiar”, revista antiguos alumnos del IEEM, año 7, número 3, pág. 19.

La teoría financiera se consolidó en las décadas de los años setenta del siglo pasado con el desarrollo de principios como el del “valor total” o también conocido como teorema de Modigliani-Miller.

Estos autores, partiendo de un análisis estático de equilibrio parcial y bajo un conjunto de supuestos muy restrictivos, sostienen que el riesgo total para los tenedores de valores no se ve alterado por los cambios en la estructura de capital de la firma³⁰.

Esta visión supone que existe una estructura óptima³¹ donde la administración puede incrementar el valor de la firma mediante la utilización sensata del apalancamiento financiero, es decir, esta perspectiva sugiere que las empresas inicialmente pueden disminuir su costo de capital e incrementar su valor total aumentando el apalancamiento.

Como podemos inferir, no podremos aplicar llanamente esta lógica sin tomar en consideración las particularidades de las empresas.

La teoría de la Agencia y de los Costos de Transacción³² ofrecen argumentos para suponer que existen diferencias significativas entre este modelo ideal y lo que en realidad sucede³³.

³⁰ “The average cost of capital to any firm is independent of its capital structure and it is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class”. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H., *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, págs. 261-297.

³¹ Siendo la estructura óptima de capital aquella “que reduce al mínimo el costo de capital de la empresa y, por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma”. VAN HORNE, James; WACHOWICZ, John, “Fundamentos de Administración Financiera” Pearson Educación, México, 2002, pág. 471.

³² “El enfoque del costo de transacción para el financiamiento corporativo aconseja así el uso discriminante de la deuda y el capital en función de los atributos de los proyectos de inversión”. WILLIAMSON, Oliver, “La lógica de la organización económica” en “La naturaleza de la empresa”, WILLIAMSON – WINTER (compiladores), editorial Fondo de Cultura Económica, 1996, pág. 139.

³³ Por otro lado, las conclusiones de la teoría de la jerarquía de las fuentes o *pecking order theory* (Myers y Myers y Majluf, 1984) parecen explicar con mayor precisión la realidad financiera de las empresas. De acuerdo a este enfoque, las empresas, al enfrentar costos diferenciales de acceso a los distintos mercados de recursos, presentan un orden jerárquico en cuanto a sus decisiones de financiación. En consecuencia, las empresas prefieren financiarse con recursos propios en primer lugar, acudiendo luego al financiamiento externo (deuda) y, posteriormente, a acciones cuando las necesidades de financiamiento superan la disponibilidad de estos recursos.

En el caso en que se elija como modo de obtener recursos la emisión de acciones en colocaciones con oferta pública puede ocurrir que el conflicto de intereses se manifieste entre accionistas mayoritarios y minoritarios —de existir en la sociedad un grupo controlante— o se presente entre administradores y accionistas.

Los principales problemas que se plantean en esta estructura resultan del hecho que los propietarios, si bien mantienen cierto control al votar, son demasiado numerosos y sus participaciones demasiado pequeñas como para ejercer dicho control día a día. Por otro lado, estos accionistas tienen escasos incentivos para controlar, más aun si tomamos en consideración que el monitoreo es un bien no excluyente³⁴: si el control ejercido por uno de los accionistas mejora la performance de la firma, todos los socios se beneficiarían (encontrándonos nuevamente ante el problema del *free rider*³⁵).

Ante este supuesto la normativa suele establecer una serie de estándares de conducta o principios generales³⁶ —como el de lealtad y diligencia— acompañado generalmente con una serie de prohibiciones específicas.

El intento de complementar las reglas legales con previsiones contractuales probablemente se verá frustrado ya que “resultará imposible especificar restricciones sobre un acto necesariamente indefinido de de-

³⁴ Hart considera a este tipo de control como un bien público (por lo que deberíamos añadir la característica de no rival), estimación que no compartimos. HART, Oliver, “Corporate governance: some theory and implications”, *The Economic Journal*, volume 105, Issue 430, (May 1995) pág. 681.

³⁵ “De este modo, en la generalidad de los casos, y desde una perspectiva de racionalidad económica, no se justifica que el accionista actúe individualmente, ya que el resultado positivo de su conducta beneficiará por igual a los accionistas “pasivos”. PAOLANTONIO, Martín E., “Retribución de los directores y análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas” en “Revista de Derecho Privado y Comunitario”, n° 21, Derecho y Economía, Rubinzal-Culzoni editores, Santa Fe, 1999, pág. 300.

³⁶ “Los deberes fiduciarios genéricos (diligencia y lealtad) existen precisamente para establecer a que intereses deben servir los administradores cuando aparecen intereses en pugna”. VILLEGAS, Marcelo, El “Corporate governance”, los “deberes fiduciarios” de los administradores y el principio de “creación de valor para los accionistas”. La regla del “juicio de los negocios”, pág. 775. <http://congresods.uade.edu.ar/greenstone/collect/congres1/index/assoc/HASHf46f/7c27d35f.dir/doc.pdf>.

legación de derechos de decisión”³⁷. En virtud de ello, un contrato detallado parece no ser un mecanismo adecuado de gobierno. De este modo, la existencia de principios generales normados completados por la presencia de un mercado de control³⁸ ayudaría a reducir en mayor medida el problema —y consecuente costo— de agencia entre los administradores y accionistas.

Otra forma habitual de contratación financiera, como es la emisión de deuda con un número indeterminado de acreedores, presenta también la posibilidad de un conflicto de intereses y comportamientos oportunistas en detrimento del acreedor. El carácter difuso de estas acreencias impedirá (o dificultará en gran medida) un ajuste post-contractual eficiente.

Una vez concluido el acuerdo y recibidos los fondos, las necesidades de la tomadora se encuentran satisfechas. En cambio, para los acreedores recién comienzan ya que se basan en la promesa del deudor de devolver el capital más los intereses estipulados.

No es usual encontrar firmas financiadas casi exclusivamente a través de instrumentos de deuda, de tipo *non residual claims*³⁹, debido al efecto que probablemente produzca en un administrador/propietario. Con esta estructura, el administrador tendrá grandes incentivos para invertir en actividades altamente rentables pero con pocas chances de éxito; ya que si

³⁷ PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 220.

³⁸ “Attacking managers can circumvent existing managers and the current board to gain control of the decision process, either by a direct offer to purchase stock (a tender offer) or by an appeal for stockholder votes for directors (a proxy fight)”. FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C., “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pág. 313. <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-2186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>.

³⁹ “Since the bondholder has a fixed interest rate (and, for what is worth, the cushion of the equity investment), his concern is not that the firm be well managed that it not be so mismanaged that it defaults on its interests payments, or is unable to repay the principal when the bond matures, or makes these eventualities likelier than the bondholder thought when he negotiated the interest rate. In contrast, the shareholder’s return is directly related both to how scrupulously the managers allot the shareholders an appropriate portion of the firm income”. POSNER, Richard, “Economic Analysis of Law”, 6th edition, ISBN 0735594748, pág. 427.

dan resultado capturarán la mayor parte de los beneficios, y si fracasa los acreedores soportarán la mayoría de los costos. Una vez más, las teorías de agencia y costos de transacción ayudan a entender la estructura de financiamiento de las firmas.

En general, las decisiones que adopte la deudora en beneficio de administradores o accionistas pueden hacer peligrar su crédito. Este es el riesgo que se intenta minimizar incluyendo en la contratación ciertas pautas para la conducción de las actividades empresarias u otorgando al acreedor herramientas para la “aceleración” de los plazos contractuales o para constituir como antijurídicas conductas que de otro modo no lo serían. Entre los comportamientos que pueden perjudicar al acreedor encontramos⁴⁰: a) retiro de activos (verbigracia, pago de dividendos); b) inversión de mayor riesgo; c) no invertir —si la mayor parte del beneficio del proyecto será aprovechada por los acreedores el deudor cuenta con incentivos para no invertir en dicho proyecto—.

En este caso, la protección contra el comportamiento oportunista tenderá a prevenir un aumento del riesgo y a que no se interfiera con la administración de los negocios —que intentará maximizar el valor de los titulares de derechos residuales o “*residual claimants*” —.

En consecuencia, el mecanismo de gobierno que resultaría más adecuado sería el contractual aunque debemos tomar en consideración sus limitaciones ya que, como mencionáramos anteriormente, no es factible una previsión completa de todas las posibilidades que habiliten una transferencia de valor por incremento del riesgo⁴¹.

Por último podemos hacer referencia a la adquisición de una participación minoritaria en una sociedad cerrada como forma de obtener financiamiento.

⁴⁰ PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 221.

⁴¹ “In fact, since management is a continuous decision-making process it will be almost impossible to completely specify such conditions without having the bondholders actually perform the management function”. JENSEN, Michael; MECKLING, William, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, v. 3, n° 4, pág. 46. <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.

En estas operaciones de capital de riesgo o “venture capital” se aprecian diferencias con la participación vía accionaria en una sociedad abierta.

En una empresa con un solo dueño que es a su vez el administrador, el propietario obtiene de ella no solo beneficios pecuniarios sino también no pecuniarios. La óptima combinación de estos dos beneficios se alcanzará cuando la utilidad marginal derivada del desembolso de un peso adicional es igual para cada ítem no pecuniario e igual a la utilidad marginal derivada de un peso adicional de poder de compra después de impuestos (riqueza)⁴².

Si el propietario/administrador vende participaciones sociales —*equity claims*— con idénticos derechos a las suyas⁴³, se generarán costos de agencia ya que éste sólo soportará una fracción de los costos de los beneficios no pecuniarios que el toma al maximizar la utilidad. De ese modo, si el administrador es propietario del 95% de la participación social, invertirá recursos hasta el punto donde la utilidad marginal derivada de un peso invertido por la firma en tales ítems iguale la utilidad marginal de unos 95 centavos adicionales de poder de compra después de impuestos y no un peso. De comportarse racionalmente, vemos como se produciría una clara divergencia de intereses.

No menos importante resulta el conflicto que puede emerger por el hecho de que a medida que decline el porcentaje del administrador en la propiedad, su incentivo para dedicar un significativo esfuerzo en las actividades creativas e innovadoras (como nuevos proyectos rentables) tenderá a declinar, afectando en el largo plazo la utilidad general de la firma.

En esta hipótesis, el accionista que se incorpora intentará adquirir derechos políticos que impliquen compartir el control de la administración (de manera directa o mediante derechos de veto). Asimismo, es común

⁴² The optimum mix (in the absence of taxes) of the various pecuniary and non-pecuniary benefits is achieved when the marginal utility derived from an additional dollar of expenditure (measured net of any productive effects) is equal for each non-pecuniary item and equal to the marginal utility derived from an additional dollar of after-tax purchasing power (wealth). JENSEN, Michael; MECKLING, William, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, v. 3, n° 4, pág. 11. <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.

⁴³ Las utilidades se dividirán de acuerdo a la participación social.

incluir alternativas de salida limitando el horizonte de inversión —con características más cercanas a la figura del acreedor—.

Para este tipo de contratación donde existe eminentemente un proyecto —y no activos tangibles— la teoría de los costos de transacción señala a los instrumentos de *equity* como los más eficientes⁴⁴ teniendo siempre presente las consideraciones desarrolladas *supra*.

A modo de cierre

Esperamos que estas líneas sirvan de aporte para una comprensión más cabal de las estructuras de capital y la gobernación.

Resulta esencial aprehender estos conceptos ya que estamos en presencia de una problemática que fue receptada por el derecho pero que tiene su nacimiento en otra ciencia como la economía.

Ignorar, y por ende no analizar en profundidad este fenómeno impedirá cualquier tipo de regulación eficiente del gobierno corporativo.

⁴⁴ PAOLANTONIO, Martín E., “El análisis económico del derecho y la estructura societaria” en “Análisis económico del Derecho”. KLUGER, Viviana (compiladora), editorial Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 227.