



VNIVERSITAT  
E VALÈNCIA [ò%]

**Facultat d' Economia**

**Aspectos económicos y sociales  
del problema de agencia.**

**Las sociedades cotizadas en España**

**TESIS DOCTORAL**

**Presentada por:**

**D. FRANCISCO JOSÉ MARÍN CRESPO**

**Dirigida por:**

**DRA. DÑA. MARTA PERIS ORTIZ**

**Valencia, mayo de 2014.**



*A mi abuelo Enrique Crespo (1931-2010).  
Un hombre sabio, gran persona e  
inagotable industrial.*



*“El empresario –individualista, incansable,  
agudo, astuto y valiente– ha sido  
el héroe único del economista.  
La gran organización industrial y mercantil  
no suscita semejante admiración”*

*J. K. Galbraith\*.*

\* John Kenneth Galbraith (1967), *The New Industrial State*. Traducido por Manuel Sacristán, publicado en Editorial Ariel (Barcelona) en 1980 con el título *El Nuevo Estado Industrial*.



## Agradecimientos

Esta Tesis ha sido posible gracias a la dirección, apoyo y confianza de mi amiga la Dra. Marta Peris Ortiz con quien es un placer acometer cualquier proyecto. Agradecer especialmente a mi amigo, el Profesor Dr. Fernando J. Peris Bonet, de quien tuve el gusto de ser estudiante el último año de carrera, y me motivó, siendo él la razón fundamental, para hacer este Doctorado. Sin duda estas líneas son insuficientes para agradecer todo el tiempo que me ha dedicado. Con quien siempre es un placer conversar sobre dirección de empresas, o sobre cualquier otra cosa de la vida. También quiero expresar mi agradecimiento a mi amigo y compañero de doctorado el Dr. Alexis Bañón por motivarme en este proyecto.

Gracias a mi amigo Ferran Montesa, con quien trabajo desde hace ya algunos años, por su apoyo y confianza, y por haberme enseñado muchas cosas sobre las empresas y sobre todo lo demás. Gracias por todos los proyectos que hemos acometido, y los que quedan por llegar.

Gracias a mis padres, porque sin ellos nada habría sido posible. Gracias a mi hermana Belén por ser un ejemplo de fortaleza en su lucha diaria, a mi familia con la que he compartido muy buenos momentos, y especialmente a mi abuelo Enrique por ser una persona ejemplar para todos nosotros.

Gracias a mi amigo, socio y compañero Eduardo Alonso, por plantear cada día nuevos retos, y por su confianza en mí y en mis criterios. Gracias también a mis amigos y compañeros Alfredo Hernández y Vicente Fos por su ayuda y enseñanzas de la práctica diaria de la profesión, y al Dr. Antonio Alabau por su siempre sagaz análisis de las estructuras y las coyunturas.

Gracias por todo al profesor mercantil José M. Alberola y al artista Jordi Ballester, buenos amigos que ya no están.

Y especialmente, gracias a *Carla* por su constante apoyo en todos los proyectos que emprendo, y como dijo J. Cortazar, “jamás Wright ni Le Corbusier van a hacer un puente sostenido de un solo lado”.



## Índice general

<b>Índice general</b> .....	<b>1</b>
<b>Índice de figuras</b> .....	<b>4</b>
<b>Índice de tablas</b> .....	<b>5</b>
<b>Introducción</b> .....	<b>7</b>
<b>Capítulo I.– El Problema de Agencia. Marco Teórico</b> .....	<b>13</b>
1.1 – Los problemas de agencia en relación con la tecnología.....	16
1.2 – La visión económica del comportamiento .....	27
1.3 – El control de los agentes o de los miembros de las organizaciones .....	34
1.4 – Control del problema de agencia. Comportamiento y cultura.....	56
1.5 – La relación Consejo de Administración (CA) y Alta Dirección (AD). Planteamiento de Hipótesis.....	62
<b>Capítulo II.– La Empresa como nexo de contratos y la Teoría de Agencia en el marco de las sociedades de capital españolas</b> .....	<b>65</b>
2.1 – La empresa como nexo de contratos .....	67
2.1.1 – El contrato de sociedad.....	72
2.1.2 – Los socios, propietarios, y titulares de los derechos residuales	86
2.1.3 – El órgano de administración, la gestión y la representación ....	89
2.1.4 – Relaciones laborales y el poder de dirección .....	95
2.1.5 – El poder y la decisión.....	98
2.2 – El problema de agencia en la sociedades de capital españolas .....	103
2.2.1 – El problema, el comportamiento humano .....	103
2.2.2 – El coste del problema de agencia .....	107
2.2.3 – El problema de agencia entre los socios y la administración..	110
2.3 – Mecanismo para reducir el problema de agencia entre el órgano de administración y el resto de la estructura de la empresa. El control interno .....	116

2.4 – Mecanismos para reducir el problema de agencia entre el socio y los administradores, y/o entre accionistas minoritarios y mayoritarios .....	119
2.4.1 – Mecanismos del mercado.....	119
2.4.2 – La retribución.....	121
2.4.3 – Aspectos normativos del control en la relación entre socios y/o entre socios y administradores .....	123
2.5 – Revisión y planteamiento de proposiciones.....	130
<b>Capítulo III.– Las grandes sociedades abiertas españolas y los problemas de agencia .....</b>	<b>133</b>
3.1 – El gobierno de las grandes sociedades abiertas españolas .....	135
3.1.1 – Clasificación de las empresas españolas del IBEX35 .....	141
3.1.2 – Consideraciones sobre la Proposición 2.....	154
3.2 – Problemas de agencia en las grandes sociedades abiertas españolas .	159
3.2.1 – Problema transversal entre los accionistas mayoritarios y minoritarios .....	159
3.2.2 – Problema de agencia transversal entre el accionista que controla la empresa y la propia empresa .....	164
3.2.3 – El problema de agencia entre el interés del accionista significativo y su representante .....	166
3.3 – Estudio de un caso radical de apalancamiento de control, las Participaciones Preferentes de Banca Eurocapital Finance.....	167
3.4 – Conclusiones sobre las observaciones llevadas a cabo en este Capítulo .....	185
<b>Capítulo IV.– Agente <i>versus</i> Administrador fiel formas de dirección y <i>performance</i> .....</b>	<b>189</b>
4.1 – Hipótesis de la investigación empírica .....	192
4.2 – Estudio empírico .....	197
4.2.1 – Validez y fiabilidad de las escalas .....	201
4.2.2 – Análisis factorial.....	203
4.2.3 – Comprobación de las Hipótesis y discusión de los resultados	205
4.3 – Conclusiones del trabajo empírico .....	210
<b>Conclusiones .....</b>	<b>213</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>221</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>239</b>

ANEXO I – Valoración de las Participaciones Preferentes serie B de Banca Eurocapital Finance.....	241
ANEXO II – Empresas que conforman el Mercado Continuo español en el momento del estudio.....	249
ANEXO III – Preguntas sobre el tipo de relación CA-AD a los directivos	253
ANEXO IV – Tabla de correlaciones entre algunos de los principales constructos del Capítulo IV .....	255
Abreviaturas .....	257

## Índice de figuras

Figura nº 1.1 – Relación CS/KH, con respecto a la capacidad de control (CC).....	21
Figura nº 1.2 – Relación CS/KH, con respecto a la capacidad de control (CC).....	22
Figura nº 1.3 – Relación CT/CE, con respecto a la capacidad de control (CC).....	25
Figura nº 1.4 – CC como función de los tipos de organización y del comportamiento .....	32
Figura nº 1.5 – La organización burocrática o burocracia maquinal según Mintzberg .....	37
Figura nº 1.6 – La empresa divisional según Williamson .....	42
Figura nº 1.7 – Distribución de derechos en la empresa SA .....	49
Figura nº 1.8 – Miembros del Consejo de Administración según Tricker.....	52
Figura nº 1.9 – Opciones organizativas eficientes según Ouchi .....	59
Figura nº 2.1 – La organización de la empresa. Estructura del Consejo de Administración.....	93
Figura nº 3.1 – Órganos implicados en el análisis del Capítulo III .....	134
Figura nº 3.2 – El apalancamiento de control ( $A_c$ ) en función de la participación de control ( $P_c$ ) .....	162
Figura nº 4.1 – Órganos implicados en el análisis del Capítulo IV .....	191

## Índice de tablas

Tabla nº 1.1 – Tipos de racionalidad y formas de búsqueda de interés propio .....	31
Tabla nº 2.1 – Volumen de operaciones en el Mercado Continuo I .....	79
Tabla nº 2.2 – Volumen de operaciones en el Mercado Continuo II .....	80
Tabla nº 2.3 – Volumen de operaciones del IBEX35 en el Mercado Continuo .....	82
Tabla nº 3.1 – Empresas que forman el IBEX35 el 31 de diciembre de 2012 .....	136
Tabla nº 3.2 – Empresas que pertenecen al Grupo 1 .....	142
Tabla nº 3.3 – Empresas que pertenecen al Grupo 2 .....	143
Tabla nº 3.4 – Empresas que pertenecen al Grupo 3 .....	147
Tabla nº 3.5 – Análisis del Grupo 3 en los ejercicios 2012, 2011 y 2010 .....	148
Tabla nº 3.6 – Valores medios de las columnas de la tabla 3.5 .....	149
Tabla nº 3.7 – Empresas que pertenecen al Grupo 4 .....	152
Tabla nº 3.8 – Análisis de las empresas del Grupo 4 en los ejercicios 2012, 2011 y 2010, que han cambiado de Grupo en esos ejercicios .....	153
Tabla nº 3.9 – Nº de empresas que pertenecen a cada Grupo en 2012 .....	155
Tabla nº 3.10 – Apalancamiento de control de las sociedades españolas del IBEX35 en 2012, ordenado de menor a mayor .....	163
Tabla nº 3.11 – Fondos propios de Bancaja Eurocapital Finance en marzo del 2000 .....	169
Tabla nº 4.1 – Formas de relación CA-AD .....	198
Tabla nº 4.2 – Modelo de regresión 1 .....	206
Tabla nº 4.3 – Modelo de regresión 2 .....	207
Tabla nº AI.1 – Valoración de la compra de las participaciones preferentes serie B de Bancaja Eurocapital Finance a fecha 9 de septiembre de 2010 con 6 escenarios .....	246
Tabla nº AIV.1 – De correlaciones entre algunos de los principales constructos. ...	255



## Introducción

Esta Tesis aborda un tema central para la eficiencia y la competitividad de la empresa, que corresponde, en esencia, al modo en el cual las empresas distribuyen derechos y responsabilidades entre sus diferentes agentes (empleados, directivos, y también los propietarios), y a la forma en que controlan las decisiones y la implementación de las mismas generadas por los derechos distribuidos.

Los enfoques desde los que podría tratarse el tema enunciado en el párrafo anterior son múltiples, y entre ellos, quizá como los más generales, están la estrategia de la empresa en su dimensión organizativa y en sus estrategias de recursos humanos (Claver, 2009), la sociología de las organizaciones y la economía de las organizaciones. Esta última, cuya literatura sobre el comportamiento de los agentes y la necesidad de control arranca con el trabajo clásico de Berle y Means (1932) y cobra mayor relevancia con los modelos *manageriales* de Baumol (1959), Marris (1964) y Williamson (1964), es en la que se asienta esta Tesis (Capítulos I y IV); si bien, en la investigación aquí desarrollada, hay otros dos enfoques que completan nuestro enfoque: las aportaciones que provienen del derecho como complemento indispensable de las instituciones económicas (y de la Sociedad Anónima, en adelante SA, aquí investigada; Capítulos II y III), y algunas aportaciones que provienen de la sociología de las organizaciones y permiten

aportar un punto de vista complementario al de la necesidad de control (Capítulos I y IV).

Esta coincidencia del derecho y la economía en el tema tratado en esta Tesis, permite recuperar el espíritu del primer trabajo seminal citado. Adolf Augustus Berle, abogado de formación, profesor y diplomático, aportó el punto de vista del derecho a la obra “*The modern corporation and private property*” (1932) en la que Gardiner Means hizo la correspondiente contribución económica. No obstante, los enfoques de la economía y el derecho tienen, cada uno, su propia lógica interna, y esto hace que en los Capítulos I y IV la lógica de la investigación corresponda sólo a la economía de las organizaciones (o más específicamente a la Teoría de Agencia), con alguna aportación relevante desde la sociología (Donaldson y Davis, 1991; Donaldson, 2001). En los Capítulos II y III, sin embargo, más descriptivos y aplicados, la mezcla de derecho y economía es no sólo posible, sino conveniente para situar la Teoría de Agencia<sup>1</sup> en el marco institucional español, y su aplicación a las empresas estudiadas.

El Capítulo I revisa diferentes problemas organizativos y diferentes enfoques desde el punto de vista del control, y expone la teoría básica de agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1992). Entre los problemas destaca, por una parte, la incorporación de conocimiento específico en las diferentes tareas o la proporción de conocimiento tácito respecto del conocimiento explícito en estas tareas. Las tareas (directivas u

---

<sup>1</sup> Hay que llamar la atención sobre el término “Agencia”, y no confundirlo con el tipo de contrato en el ámbito mercantil denominado “contrato de agencia”. Está regulado por la Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia. Donde se denomina así al contrato mediante el cual “una persona natural o jurídica, denominada agente, se obliga frente a otro de manera continuada o estable, a cambio de una remuneración, a promover actos u operaciones de comercio por cuenta ajena, o a promoverlos y concluirlos por cuenta y en nombre ajenos, como intermediario independiente, sin asumir, salvo pacto en contrario, el riesgo y ventura de tales operaciones”, esto fue introducido en nuestro ordenamiento mediante la Directiva 86/653/CEE (Sánchez Calero, 2009 p. 543). Como podemos observar se trata de agentes que no están ligados a la empresa, son independientes.

operativas) que incorporan de forma relevante estos tipos de conocimiento son difíciles de medir o evaluar; y esta dificultad aumenta cuando la conducta humana se caracteriza –como exponemos en los correspondientes epígrafes de este Capítulo– por la búsqueda oportunista del interés propio.

Planteado el problema de la dificultad de control, la segunda parte del Capítulo examina diferentes propuestas para su solución: la formalización de normas y procedimientos, como corresponde a la organización burocrática o a la Teoría General del Control; el establecimiento de diferentes niveles de control y de separación entre los agentes que toman las decisiones y los que controlan, como ocurre en la empresa divisional (Williamson, 1985) o en el modelo de agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b); o los valores y la cultura común como forma de que el problema de agencia se reduzca a través de los objetivos compartidos y el autocontrol.

Finalmente, el problema de agencia queda abierto y da lugar a las Hipótesis formuladas en este Capítulo H1, H1.1, H1.2 y H2, que en esencia se corresponden con la proposición de que *las formas de relación* entre el Consejo de Administración y la dirección de la empresa, *tendrán consecuencias en el comportamiento de los directivos, en su cumplimiento de los objetivos y en la performance*, siendo esta relación la que determina el problema de agencia o la relación de cooperación (Davis, 2005; Donaldson, 2001).

En lo que se refiere al Capítulo II, partiendo de la empresa como nexo de contratos, donde convergen la dimensión económica y jurídica de la misma, se expone la teoría clásica de agencia, en la formulación de Fama, Jensen y Meckling. Desde esta perspectiva se examina el problema de agencia, un problema transversal que afecta a las diferentes relaciones entre los seres humanos. Las tres razones principales por las que se puede presentar este problema de forma universal son, en primer lugar, la ineficiencia inherente a la toma colectiva de decisiones, cuando el grupo que debe decidir es amplio en su número. En tal caso la toma de decisiones por el grupo tendría un carácter excesivamente deliberativo e ineficiente y es conveniente delegar en uno o varios *agentes* que serán quienes decidan o propongan, en su caso, la decisión.

La segunda razón, tan importante o más que la primera, es que muchas de las decisiones que deben adoptarse –y más aún en el caso de la administración de empresas– requieren un conocimiento de circunstancias particulares de tiempo y lugar (o conocimiento específico) para ser adoptadas. Conocimiento que tiene el *agente* y que, en general, no posee el *principal*. La tercera razón, sin la cual no existiría el problema de agencia, es que el *agente* busca su propio interés y éste, en general, difiere del interés del *principal*.

Esto sitúa la cuestión en un dilema de imposible solución. Si el *agente* es quien tiene el conocimiento específico tendremos que delegar en él para que las decisiones puedan ser eficientes (en el nivel administrativo o técnico, según corresponda), pero el *agente* podrá favorecer sus propios intereses en lugar de los intereses del empresario (o de la empresa) o del *principal*. Por tanto, en este caso, resolvemos el problema de la ineficiencia pero incurrimos en el problema de agencia. Y en sentido contrario, si no delegamos la decisión para evitar los problemas de agencia ligados al comportamiento del *agente*, evitaremos efectivamente este problema pero incurriremos en un problema, seguramente aún más costoso, de ineficiencia.

Este último problema es en general, efectivamente, más costoso, porque está relacionado con la mala gestión del negocio o de sus dimensiones técnicas y estratégicas; por tanto interesa delegar en quienes tienen el conocimiento específico e intentar corregir (o minimizar) después el problema de agencia.

El problema de agencia, sin embargo, se sustancia en situaciones concretas, con marcos legales y reglamentarios (o institucionales) que condicionan la propia estructura jerárquica y de autoridad de las empresas (o, si se quiere, condicionan la propia estructura del problema de agencia). Por esta razón, en el análisis que realizamos sobre el problema de agencia de las sociedades de capital en España, presentamos, partiendo del concepto de “nexo de contratos”, las relaciones contractuales mediante las cuales surge la empresa, se determina su forma jurídica, y por lo tanto su forma de ser administrada. Posteriormente analizaremos el papel de los socios y cómo se establece la relación por la que el administrador administra; y brevemente los

mecanismos contractuales que permiten la creación y ordenación de la estructura de delegación que conforma las relaciones de delegación de las decisiones, la *tecnoestructura*, donde se produce el problema.

A continuación la Teoría de Agencia clásica, analiza el problema de agencia ocasionado por el comportamiento humano según sus motivaciones, los costes que implica, y cómo se establece el problema en el marco de la relación socio-administrador. Por último, analizamos los mecanismos que tienden a reducir el problema de agencia. Por una parte los mecanismos que se desarrollan de forma interna, y por otra los que se establecen entre los socio y los administradores, como son los mecanismo de mercado, los sistemas de retribución, de información, y de intereses que desarrolla el Derecho mediante la Ley de Sociedades de Capital, así como sus acciones para controlarlos.

El Capítulo III hace un análisis sobre la teoría clásica de agencia, en la formulación de Fama, Jensen y Meckling, en las 34 empresas españolas que forman parte del IBEX35 y nos centramos en la estructura del accionariado y las relaciones entre los accionistas, mediante la Junta General y los Consejos de Administración. Aquí el problema de agencia se sustancia en situaciones concretas, con marcos legales y reglamentarios (o institucionales) que condicionan la propia estructura jerárquica y de autoridad de las empresas (o, si se quiere, condicionan la propia estructura del problema de agencia).

Por esta razón, en el análisis que realizamos sobre el problema de agencia de las sociedades españolas del IBEX35, hacemos un análisis sobre la información presentada por estas empresas a los organismos reguladores del mercado, agrupándola según las estructuras de propiedad y control que las gobiernan. Seguidamente analizamos las relaciones de agencia que surgen en función de las distintas agrupaciones, y la casuística que nos ofrecen estas empresas.

Además en este Capítulo III, propondremos y desarrollaremos la idea del *apalancamiento de control* como medida para poder cuantificar el problema de agencia entre quienes controlan una empresa y los accionistas, o

socios, cuya capacidad de control se diluye en la Junta General. En la última parte del Capítulo estudiaremos el caso concreto de un apalancamiento de control radical mediante el caso de las participaciones preferentes de Bancaja Eurocapital Finance, donde se pondrá de manifiesto las dimensiones estudiadas sobre el problema de agencia.

Finalmente, el Capítulo IV amplía y completa algunas cuestiones teóricas ya expuestas en el Capítulo I, y adaptando las formas de dirección propuestas por Liu et al. (2003) a las relaciones entre Consejo de Administración y Alta Dirección de la empresa, lleva a cabo el estudio empírico sobre una muestra de 90 sociedades anónimas que cotizan en el Mercado Continuo español.

Los resultados muestran que en la relación Consejo de Administración-Alta Dirección de la empresa, tanto el control clásico de agencia propuesto por Fama y Jensen (1983a, 1983b) como las relaciones de confianza y cooperación propuestas por Donaldson y Davis (Donaldson y Davis, 1991; Donaldson, 2001), se relacionan de forma positiva y significativa con la *performance* de la empresa.

## **Capítulo I.–**

# **El Problema de Agencia. Marco Teórico**

El *problema de agencia*, y la *Teoría de Agencia* que lo examina y establece sus rasgos principales, abarca todas las relaciones contractuales dentro de una sociedad. Desde las que se derivan, en sus términos más generales, del Contrato Social<sup>2</sup> (normas morales y leyes aceptadas en una sociedad), hasta las que corresponden a cualquier tipo de acuerdo o contrato particular, incluyendo aquí, de forma relevante, las relaciones entre los *propietarios* y los *agentes*. Los propietarios delegan en estos últimos para administrar su propiedad, y de aquí surge, en su forma más específica, el problema de agencia.

En su aproximación más conocida, el problema de agencia existe porque las funciones de utilidad o las preferencias del principal –propietario de los recursos– y del agente –que los administra– no coinciden (Jensen y Meckling, 1976), y esto llevará, aun en el supuesto de buena voluntad por ambas partes,

---

<sup>2</sup> Concepto de Contrato Social desarrollado por Hobbes, Locke y Rousseau, por el cual los miembros de un grupo están de acuerdo en admitir una autoridad, unas normas morales y unas leyes a las que se someten.

a una desviación en el cumplimiento de los objetivos o los intereses del principal, por parte del agente (Jensen, 1998).

Como consecuencia, según la Teoría de Agencia clásica y según el pensamiento de su principal autor, Michael Jensen (Fama y Jensen, 1983a, 1983b, 1985; Fuller y Jensen, 2002; Jensen, 1983, 1993, 1998, 2001; Jensen y Meckling, 1976, 1992), el *control* cobra una extraordinaria importancia para garantizar –hasta donde ello sea posible– la buena gestión del agente.

Pero, ¿qué es, en qué consiste una “buena gestión del agente”?, y por tanto (según sea el contenido de esa buena gestión), ¿cómo debe ser controlada?

En el pensamiento de Jensen no hay una única respuesta a la pregunta anterior, porque conforme este autor ha ido construyendo la Teoría de Agencia el horizonte de los problemas relevantes se ha ido desplazando, obligando a una teoría cada vez más general y ambiciosa; y, por otra parte, la temprana muerte de su colaborador más estrecho, William, H. Meckling, cambió en parte la orientación teórica: desde la profundización en los problemas de agencia internos de las organizaciones, a un estudio de los problemas de agencia más ligados a la relación –y la interacción– entre la empresa y el mercado (Jensen, 1993). Si bien este cambio de orientación es sólo un cambio de acento, sin que se produzca ninguna discontinuidad en la Teoría.

En la caracterización de la Teoría de Agencia, en este Capítulo sobre el problema de agencia, vamos a examinar los siguientes puntos: (1) La Teoría de Agencia como el estudio de un conjunto de problemas cuyo origen es, en una medida relevante, la tecnología; o la tecnología y el modo en el que ésta se relaciona con el conocimiento. (2) El comportamiento, tal como lo conciben los economistas, como el otro campo fundamental de los problemas de agencia. (3) La importancia del control mediante la organización interna de la empresa, o la distribución de derechos y la estrategia de diseño de la organización y el control internos (Jensen, 1998; Jensen y Meckling, 1992). (4)

La Teoría de Agencia y su relación con la cultura organizativa. (5) La relación Consejo de Administración-Alta Dirección y el planteamiento de la Hipótesis.

## **1.1 – Los problemas de agencia en relación con la tecnología**

La Teoría de Agencia, en su aspecto más básico, consiste en la identificación del problema de agencia y la propuesta de medidas para su solución. En este epígrafe caracterizamos e identificamos el problema, mostrando su carácter inherente a la tecnología o a los diferentes tipos de tecnología empleada. En el epígrafe 1.3 proponemos la solución –o el intento de solución– a estos problemas, en el ámbito interno de las organizaciones.

### ***Tecnología y problema de agencia. Aspecto macroorganizativo***

El libro de Berle y Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), pone de relieve la importancia de dos cuestiones fundamentales: la íntima relación entre economía y derecho en el estudio del problema de agencia, como veremos en el Capítulo II; y el tamaño de la empresa como el origen del problema de agencia. Atendiendo a esta segunda cuestión, el tamaño aparece como una causa fundamental del problema de agencia porque requiere una gran financiación, y porque obliga, necesariamente, a delegar el control.

Dicho de otro modo, el gran tamaño lleva a especializar funciones o *roles* entre aquellos que financian (accionistas o socios) y los que efectivamente controlan (órganos de administración, gerentes, directivos o *managers*), y esta especialización, que se institucionaliza en los mercados al producir un importante aumento de la eficiencia de la empresa, se sustancia en la forma de empresa Sociedad Anónima<sup>3</sup> (SA). Las grandes cantidades de capital necesarias para financiar los negocios de gran tamaño, se obtienen con

---

<sup>3</sup> La Sociedad Anónima será desarrollada en el Capítulo II de esta Tesis con sus características concretas en España.

un coste mucho menor mediante el mercado primario de capitales en acciones porque el accionista puede distribuir su inversión entre diferentes empresas y así la disminución del riesgo reduce las necesarias compensaciones –o costes– del capital. Financiarse mediante propietarios-accionistas (en definitiva socios) es, por tanto, más económico y más eficiente<sup>4</sup>.

Por otra parte, los directivos o *managers* tienen un conocimiento especializado o profesional que puede permitir (potencialmente) mayor eficiencia y eficacia en la dirección del negocio; cuestión ésta que es generalmente admitida y compartida (El País, 16/03/2014).

Y, finalmente, en la mayoría de los casos, el aumento en el tamaño de los negocios está relacionado con la existencia y desarrollo de grandes economías de escala (economías de escala en la producción y/o en la comercialización, y/o en los *rappels* por compras) que multiplican por varios dígitos la productividad y aumentan, por tanto, la eficiencia de forma dramática.

Así, pues, mediante las grandes empresas SA obtenemos mayor eficiencia en la financiación (Fama y Jensen, 1983a, 1983b), mayor eficiencia por el conocimiento especializado de los directivos (Jensen y Meckling, 1976, 1992), y mayor eficiencia (esta, de una importancia extraordinaria) por las economías de escala (Chandler, 1977; Chandler y Hikino, 1999). Y, como veremos repetidamente en esta Tesis, la mayor eficiencia debida a la especialización de papeles y funciones comporta mayores problemas de agencia (los especialistas son, salvo en el caso de los accionistas, agentes en los que se delega que pueden buscar su propio interés en lugar del interés del principal).

---

<sup>4</sup> La financiación mediante los fondos propios, dado que no existe necesidad de devolver los fondos a los socios, quienes además deciden la retribución de este capital.

En el mundo moderno, como dicen Berle y Means, aquellos que legalmente son los propietarios de estas grandes compañías se han visto separados de su control:

“Los propietarios que invierten en una corporación moderna, entregan claramente su riqueza a aquellos que controlan la corporación, ya que han intercambiado su posición de propietario independiente por una posición en la cual son meramente receptores de los salarios del capital (...). Han entregado su derecho a que la corporación sea administrada sólo en su propio interés” (Berle y Means, 1932, p. 355).

Este es el planteamiento clásico que requiere, como veremos, matizaciones y desarrollos complementarios, pero que dio lugar a una importante literatura en los años sesenta del Siglo XX, precursora de la literatura de agencia. El lugar más destacado en esta literatura lo ocupan los modelos *manageriales* de Williamson, Baumol y Marris, que destacan cómo los *managers* tienen mayor interés en percibir emolumentos distintos al salario (que mejoran su nivel de vida y no tributan<sup>5</sup>) o en aumentar el tamaño de la empresa y su importancia como directivos, que en maximizar los beneficios de la empresa estrechamente ligados a los dividendos o retribución del capital, y a los intereses, por tanto, de los accionistas (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964). Este es, en su forma más pura, el *problema de agencia*, aunque en los trabajos citados, especialmente los de Williamson, recibiera el nombre de *discrecionalidad directiva*.

Toda la discusión anterior presupone el gran tamaño de la empresa y, como consecuencia, la separación entre propiedad y control. Y en esto las economías de escala tienen una extraordinaria importancia. De ahí que hayamos situado esta discusión bajo el epígrafe *tecnología y problema de*

---

<sup>5</sup> En España algunos de estos conceptos tributan en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en concepto de retribución en especie.

*agencia, aspecto macroorganizativo* (puesto que el mayor tamaño afecta a la empresa en su conjunto y éste, en los casos de mayor relevancia económica, proviene de las economías de escala de carácter técnico; Chandler, 1977; Chandler, Amatori y Hikino, 1999).

Sin embargo, la tecnología, en un sentido microorganizativo ligado al conocimiento requerido para realizar las diferentes tareas, afecta a la empresa en todo aquello que se refiere a las actividades de su núcleo de operaciones y a la organización en el conjunto de su jerarquía, condicionando fuertemente el comportamiento de los agentes y las relaciones posibles de control, como veremos a continuación.

### ***Tecnología y problema de agencia. Aspectos microorganizativos***

La tecnología, además de condicionar la escala de la producción (el tamaño de las plantas productivas y/o de la empresa en su conjunto), condiciona también el modo en el que el conocimiento y el *know how* se mezclan, de forma inherente, con las diferentes actividades operativas –en sus diferentes niveles de sofisticación– y administrativas (Burns y Stalker, 1961; Chandler, 1977; Chandler y Hikino, 1999); y cuando ese conocimiento es específico (Jensen y Meckling, 1992) o, como dice Hayek<sup>6</sup> (1945) de circunstancias particulares de tiempo y lugar, entonces la forma en que la empresa confiere y define, “para cada miembro de la empresa, ciertos derechos de control sobre la actividad de otros miembros”, corresponde a una forma de organización muy distinta a la de los casos en que el conocimiento es estandarizado y perfectamente sistematizado y conocido, facilitando la pirámide jerárquica de dirección, supervisión y control (Burns y Stalker, 1961, p. 119). Burns y Stalker distinguen, en este sentido (*Ibid.*, pp. 120-121), dos

---

<sup>6</sup> Un crítico acerbo del Estado (Dostaler, 2007).

formas polares de organización, las organizaciones mecánicas y las orgánicas, cuyas características distintivas son la forma en la que el conocimiento se mezcla, de forma íntima, con las diferentes actividades.

En el primer caso, el conocimiento está perfectamente estandarizado, no está sujeto a excepciones o cambios frecuentes (Perrow, 1967, 1970), y es fácil de interpretar y controlar desde puestos de dirección y control externos al ámbito de la propia tarea; es decir, desde puestos superiores de la jerarquía organizativa, en la relación tradicional superior-subordinado (Taylor, 1919). Por tanto, en empresas de este tipo, y en lo que se refiere al ámbito operativo de la empresa, los derechos de control sobre la actividad de otros miembros, y también los derechos de decisión (omitidos por Burns y Stalker), pueden mantenerse en sus lugares jerárquicos sin pérdida de eficiencia, reduciéndose así el problema de agencia a lo largo de la jerarquía de autoridad.

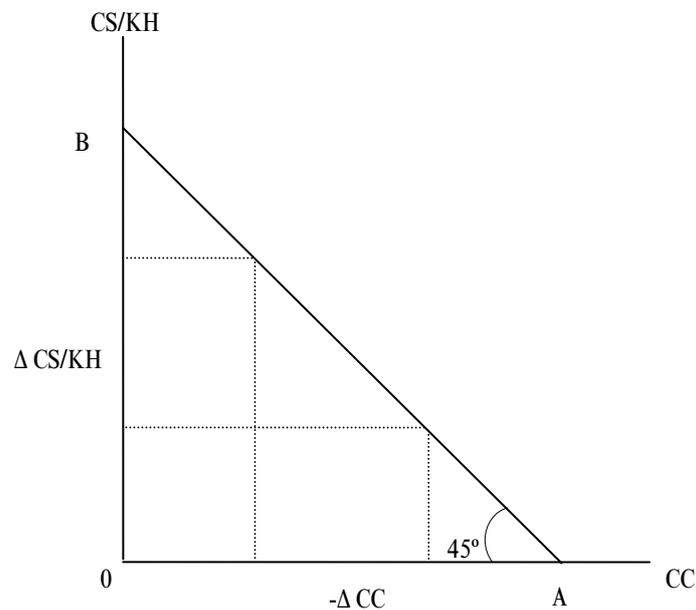
En las empresas que Burns y Stalker llaman orgánicas, sin embargo, muchas actividades, caracterizadas por el conocimiento específico que incorporan (un conocimiento inherente a la propia experiencia o a la propia especialización), requieren que se delegue en ellas el derecho de decisión; y aunque el derecho de control, formalmente, seguirá estando en los correspondientes mandos superiores de la jerarquía de autoridad, de hecho el control más efectivo y operativo residirá en las manos y en la inteligencia de quienes manejan –e incorporan– el conocimiento específico; aumentando así, de forma muy relevante, la delegación –inevitable por razones de eficiencia– en el agente, y aumentando así los correspondientes problemas de agencia (Jensen y Meckling, 1992).

Este es el modo en el que la tecnología condiciona la dificultad de control y, por tanto, el modo en el que condiciona el problema de agencia.

La figura 1.1 resume la discusión anterior. En el eje de ordenadas, el conocimiento específico (CS) en relación con el *know how* (KH) forman la variable CS/KH que dificulta o facilita la capacidad de control (CC), representada en el eje de abscisas.

La relación entre ambas variables puede representarse de manera sencilla por la recta AB, de 45° y pendiente negativa. De modo que conforme crece CS/KH, disminuye CC, y en el punto B (CC = 0) se pierde cualquier posibilidad de control; o, a la inversa, cuando CS = 0, el control alcanza su plenitud (es exhaustivo) en el punto A.

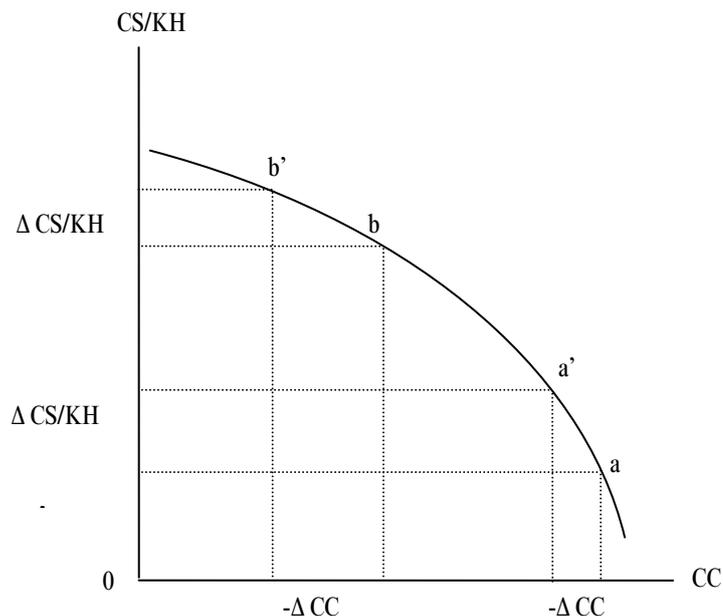
Figura nº 1.1 – Relación CS/KH, con respecto a la capacidad de control (CC)



En la recta de 45° AB no hay rendimientos decrecientes del control. A cualquier incremento CS/KH le corresponde un decremento equivalente de CC, cualquiera que sea el nivel de CS/KH; o a la inversa, a cualquier decremento de CS/KH le corresponde un incremento equivalente de CC.

La figura 1.2, sin embargo, cuya curva es cóncava con respecto al origen, muestra los rendimientos decrecientes del control al aumentar la proporción del conocimiento específico. Esto es evidente al comparar los respectivos incrementos y decrementos de CS/KH y CC entre los puntos a-á y b-b' de la curva. Para niveles altos de conocimiento específico, un incremento en ese conocimiento específico producirá una mayor pérdida de control; lo que parece una representación más realista del fenómeno discutido.

Figura n° 1.2 – Relación CS/KH, con respecto a la capacidad de control (CC)



### ***Tecnología, conocimiento y problemas de agencia***

La cuestión fundamental, implícita en la discusión anterior, reside en la naturaleza del conocimiento y en la naturaleza del comportamiento. En lo que se refiere al conocimiento, Chandler y Hikino (1999, p. 27) ponen de relieve que existe una complementariedad o relación positiva necesaria entre la acumulación de capital físico (el aumento de la escala) y el aumento de capital intangible ligado al conocimiento, como ya puso de relieve Solow en sus estudios sobre crecimiento económico (1956). De modo que la complejidad que se deriva del aumento del tamaño o de las grandes economías de escala, que obliga a delegar en los altos directivos de la empresa, suele verse unida a la complejidad que se deriva del conocimiento incorporado a las diferentes tareas operativas o administrativas y directivas.

En lo que se refiere más específicamente al conocimiento, es importante distinguir entre conocimiento explícito y conocimiento tácito (Polanyi, 1958, 1966; Nonaka, 1991, 1994; Nonaka y Takeuchi, 1995). El primero es codificable mediante conceptos y fórmulas, y puede traducirse en procedimientos formales susceptibles de control, mientras que el segundo no

puede ser codificado y permanece ligado a la intuición y a formas de actuación o comportamiento no enteramente formalizables ni controlables.

La analogía más evidente con lo que hemos discutido en el epígrafe anterior, es que en las organizaciones mecánicas domina –o se caracterizan por– el conocimiento explícito, y en las estructuras empresariales que Burns y Stalker denominan orgánicas domina –o tiene un peso mayor– el conocimiento tácito o implícito.

Sin embargo, en la relación entre conocimiento y problemas de agencia, los conceptos fundamentales son los de conocimiento de circunstancias particulares de tiempo y lugar y conocimiento específico (Hayek, 1945; Jensen y Meckling, 1992) que, no obstante sus diferentes denominaciones, son reducibles a diferentes combinaciones de conocimiento tácito e implícito.

En el primer caso, las circunstancias particulares de tiempo y lugar implican conocimiento de la realidad concreta que, como tal realidad concreta es infinita en lo que se refiere a “todos” sus detalles y aspectos a considerar; de modo que el conocimiento de estas realidades requiere una participación de la intuición y de componentes del conocimiento que tienen un importante sustrato de conocimiento tácito o implícito. Por lo tanto, si un trabajador posee este tipo de conocimiento sobre una realidad técnica o de gestión, sobre la que se debe actuar delegando en este agente, ello implica mayores posibilidades de actuación apropiada y mayor eficiencia; al mismo tiempo que implicará mayores dificultades de control. De modo que cuanto más se gana en eficiencia al delegar, mayor es la pérdida potencial por la disminución efectiva de control y el problema de agencia que conlleva.

El caso del conocimiento específico es diferente porque éste puede ser similar al conocimiento de circunstancias particulares de tiempo y lugar que acabamos de describir, pero también puede ser un caso distinto y estar formado, en su parte más relevante, por conocimiento perfectamente explícito y formalizable. Esta última circunstancia, sin embargo, no evita (tal como subrayan Jensen y Meckling, 1992) que sea el agente –y no el principal– el que

posee ese conocimiento específico, y por tanto haya que delegar en el agente, existiendo unas posibilidades de control del principal limitadas por la falta de información y conocimientos específicos (el caso del accionista), o limitadas por la falta de conocimientos técnicos del superior jerárquico (es decir, la distancia cognitiva entre el supervisor o directivo y el subordinado).

Estas formas de conocimiento están unidas, indisolublemente, a la tecnología y los procedimientos técnicos utilizados, de modo que esto es otra forma de establecer la relación entre tecnología y problemas de agencia.

Sin embargo, para terminar este examen de la relación entre formas de la tecnología, tipos de conocimiento y problemas de agencia, es importante subrayar que en todos los tipos de conocimiento, y en todos los tipos de trabajo o de tareas a desempeñar, existe una mezcla indisoluble de conocimiento tácito y explícito, lo que implica dos cosas:

1. Que siempre existe algún nivel de problema de agencia relacionado con la existencia de conocimiento tácito, en mayor o menor medida, cualquiera que sea la importancia del puesto de dirección o cualquiera que sea el nivel de cualificación de la tarea del agente. El conocimiento tácito existente siempre (siempre es mayor que cero); y eso implica un ámbito de conocimiento y de comportamiento potencial del agente que no podemos controlar: depende de su voluntad. De ahí la importancia de la ordenación de incentivos subrayada por muchos autores (Bayo Moriones, 1991; Jensen, 1998) y del refinamiento de los procedimientos de control (Fama y Jensen 1983a, 1983b).

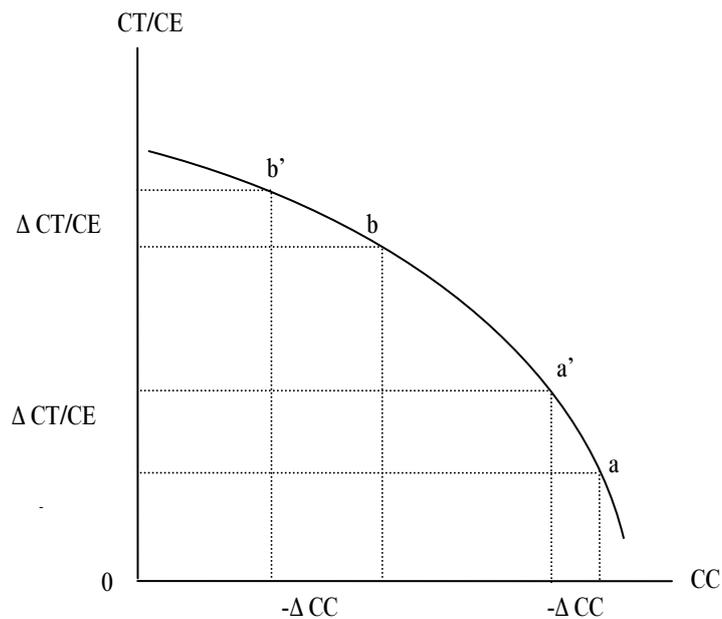
2. Puesto que la presencia de conocimiento tácito es siempre una característica de cualquier tipo de agente y de cualquier tipo de tarea, esto lo podemos representar como una fracción en la que el conocimiento tácito (CT) ligado a la tarea del agente está en el numerador, y el conocimiento explícito (CE) que aplica el agente a su tarea está en el denominador (CT/CE). De este modo, asignando un valor cero a la distancia cognitiva relacionada con el

conocimiento explícito, la dificultad de control depende del conocimiento tácito, tal como se muestra en la figura 1.3.

La interpretación de la figura 1.3 es idéntica a la de la figura 1.2, si bien los conceptos CS/KH y CT/CE tienen matices diferentes que permiten enriquecer el estudio de los problemas de control.

La dificultad de control relacionada con el conocimiento explícito es, en principio, siempre subsanable, contratando a un superior jerárquico que domine suficientemente ese conocimiento y su aplicación; aunque en el mundo real de las empresas muchos problemas de agencia pueden deberse a la *distancia cognitiva* relacionada con este conocimiento explícito.

Figura nº 1.3 – Relación CT/CE, con respecto a la capacidad de control (CC)



En toda la discusión anterior, sin embargo, hay una cuestión que todavía no hemos abordado: la *diferencia entre las funciones de utilidad del principal y del agente*.

Es decir, los problemas de agencia, y la teoría que trata de comprenderlos y reducirlos para evitar costes y aumentar la eficiencia de la empresa, se encuentran en un territorio intermedio entre la tecnología y el conocimiento, por una parte, y la sociedad y su cultura, por otra parte.

Sociedad y cultura explican, en última instancia, el comportamiento. Si dominara fuertemente la cultura del *stewardship* o del *servidor fiel* (Davis, 2005; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson, 2001; Donaldson y Davis, 1991), los problemas de agencia no existirían o serían sólo consecuencia de problemas técnicos relacionados con la información, cualquiera que sea la distancia cognitiva con el conocimiento explícito o la proporción de conocimiento tácito incorporada en la tarea del agente. Pero esto no es así, y de ahí la relevancia del *control*.

En los tres epígrafes siguientes abordamos, en primer lugar, la *concepción económica del comportamiento* (Williamson, 1985). En segundo lugar, dada esa concepción del comportamiento y la relevancia del control, desarrollamos la *organización interna del control en la empresa* para conocer el grado de cumplimiento de los objetivos y el rendimiento de los empleados, y evitar, en última instancia, los problemas de agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b), examinando aquí las propuestas del diseño organizativo, la propuesta de Williamson sobre el control en la empresa divisional, otros aspectos del control (Beer, 1981), y el control propuesto por la Teoría de Agencia. Finalmente, puesto que el problema de agencia no puede ser cerrado de forma satisfactoria y completa mediante herramientas técnicas de control, cualquiera que sea la combinación de estas herramientas (Jensen, 1993, 1998; Williamson, 2002), hacemos una breve referencia a la *relación entre comportamiento y cultura* (Barnard, 1938; Ouchi, 1980; Dauber, Fink y Yolles, 2012). Una cultura de cooperación en la empresa, mediante un conjunto de objetivos compartidos, como única forma de intentar cerrar –o tratar de eliminar– el problema de agencia.

## **1.2 – La visión económica del comportamiento**

El modo en que los economistas conciben –o entienden– en la actualidad el comportamiento humano, es heredero de la forma en la que lo concibieron dos grandes economistas clásicos: Adam Smith en su *Teoría de los sentimientos morales* (1759) y William Stanley Jevons en su *Teoría de la economía política* (1871).

Adam Smith, en sus lecciones de Glasgow, siguiendo al filósofo Hume y a su maestro Hutcheson, llegó a la conclusión de que todas las acciones humanas son reducibles a dos móviles básicos y recíprocamente independientes: egoísmo y altruismo. Con palabras de Napoleoni (1973, p. 34), “si se analizan los actos que comúnmente son considerados virtuosos se descubre, a juicio de Hume, que tienen la característica común de ser *útiles* al interés individual o al interés social (...)”. La *benevolencia* o *sentido de humanidad* o *simpatía* –continúa Napoleoni resumiendo a Hume y a Smith– es “la fuente de la que brotan los *juicios morales*, que son *juicios de probación para la virtud*, o para todo lo que es *útil bajo el doble perfil individual o social*”, y es también la fuente del comportamiento satisfactorio, ya que en el pensamiento de Hume el sentimiento de *simpatía* empuja a cada uno a obrar sin perjudicar, o favoreciendo, a los demás, como el mejor medio para conseguir un sistema de relaciones entre los hombres. “Hume –continúa Napoleoni– avanza hasta llegar a reconocer en los hombres un ‘sentido de humanidad’ suficiente para lograr que cada uno sea capaz de vivir en sí mismo, además de la propia, la utilidad de los demás” (*Ibid.*, p. 34).

Desde este conjunto de ideas, la aportación de Adam Smith al comportamiento consistió en establecer dos ámbitos para la conducta: el del *comportamiento altruista*, donde predomina el sentido de humanidad en el comportamiento general en la sociedad o en la familia; y el *comportamiento egoísta*, en el que se busca la propia utilidad o beneficio en los negocios o en los asuntos económicos, sin reparar en las consecuencias que ello pudiera

tener para los demás (un mundo en el que “el bien o la virtud no son sino apariencias que no tienen detrás de sí sino deseos, pasiones e intereses”; Mayos, 1994). Ambas formas de comportamiento, en la visión de Adam Smith, resultan positivas para la sociedad, ya que la competencia del mercado logrará que los vicios privados, como argumentaba Mandeville, se transformen en públicas virtudes o en prosperidad pública. De ahí las reiteradas alusiones de Adam Smith en *la Riqueza de las Naciones* (1776) a la necesaria vigilancia del mercado para preservar la competencia. De este modo, la competencia del mercado transformará los deseos individuales (egoístas) de obtener beneficios, y los comportamientos eficientes (para ganar más) que ello comporta, en beneficios públicos.

Esta interpretación del egoísmo será la que domine y explique la visión fundamental del comportamiento en el ámbito económico, tal como recoge Williamson con el concepto de *conducta oportunista* (1975, 1985), si bien hay otra dimensión más técnica y aséptica del comportamiento humano en la economía, propuesta por Jevons (1871), que es la que sigue de forma más explícita Jensen (1998) como principal autor de la Teoría de Agencia.

La propuesta de Jevons se basa en la formalización y primera formulación matemática de las funciones de utilidad, lo que permite despojar a la conducta –en alguna medida, al menos– de términos cualitativos de carácter moral. La gente, sencillamente, busca su *propio interés* legítimamente, en el marco de los propios intereses y del Ordenamiento Jurídico (bordeando su límite, quizá), en el marco de un amplio y genérico Contrato Social que ampara el funcionamiento de la economía de mercado (o de la economía liberal). Esta aportación de Jevons, desarrollada más tarde por la economía neoclásica (Cohen y Cyert, 1973; Samuelson, 1983), permitió explicar el comportamiento de los consumidores y los empresarios según la ley de igualdad de las utilidades marginales ponderadas que, en términos menos técnicos, significa que todos los agentes económicos, en última instancia, buscan su propio interés sin ninguna otra consideración que no sea el precio

(o el coste) que han de pagar por ello. Williamson (1985) denomina a esta conducta *búsqueda normal del interés propio*.

Todo lo cual permite situar la visión económica de la conducta de los agentes entre la *búsqueda normal del interés propio* y la *búsqueda oportunista del interés propio* (Williamson, 1985), esta última incluyendo, si es preciso, la simulación y el engaño para conseguir el propio interés (en la vertiente del comportamiento egoísta ya enunciada por Adam Smith).

Como consecuencia, el *control* cobra una extraordinaria importancia para asegurar que el *agente* se comporta según los intereses del *principal*. En el caso de la *búsqueda normal o sencilla del interés propio*, las desviaciones provienen de la falta de información o de una divergencia natural entre las preferencias del agente y el principal; y en el caso de la *búsqueda oportunista del interés propio*, la desviación podrá estar relacionada con la simulación y el engaño o con lo que la Teoría del Seguro llama *azar moral*.

### ***Un modelo completo del comportamiento***

Williamson (1985), desde el sesgo de su enfoque económico, propone un modelo completo del comportamiento. En él, además de una búsqueda normal o sencilla del interés propio y una búsqueda oportunista del interés propio, hay una búsqueda débil del interés propio en la que cobra relevancia la propensión a cooperar.

Esta búsqueda débil del interés propio es consustancial a las formas sociales utópicas y humanistas (que tratan de organizarse sin recurrir al mecanismo del mercado), o a las formas de organización empresarial en las que predomina la cooperación:

“Ya sean democráticos o jerárquicos, estos modos de organización requieren un compromiso sólido con los propósitos colectivos, e incluyen la subordinación individual o personal [al interés común]. La historia de la organización social y económica registra reiterados esfuerzos en la elaboración

de tales estructuras, pero las sociedades [y las empresas] utópicas son especialmente vulnerables al ataque del oportunismo.” (Williamson, 1985, p. 52). [los corchetes son nuestros].

El oportunismo, o búsqueda oportunista del interés propio, encarna o puede encarnar los esfuerzos “*ex ante* o *ex post* para mentir, engañar, robar, desorientar, disfrazar, ofuscar, adulterar, distorsionar y confundir” (*Ibid.*, p. 51, nota 8). Es decir, se trata del comportamiento basado en la simulación y el engaño que, si se corresponde con el comportamiento del agente, requiere formas de control lo más exhaustivas posible.

Como dice Williamson, no todos los comportamientos son oportunistas, pero es difícil discriminar entre quienes son oportunistas y quienes no lo son, de modo que las cláusulas de garantía en los contratos –salvo cuando la competencia de mercado discipline suficientemente los comportamientos– o el control en las organizaciones, será necesario en todos los casos.

El caso intermedio correspondiente a la búsqueda normal o sencilla del interés propio, si se combina con la capacidad técnica para obtener toda la información relevante, permite que las relaciones de contratación o de cooperación entre los agentes transcurran en un escenario sin sorpresas, facilitando la cooperación, tal como supone la Teoría de Equipos de Marschak y Radner (1972). De modo que estas tres formas de comportamiento permiten formar un modelo completo del comportamiento, combinándolas con las tres formas de racionalidad que examina Williamson (Williamson, 1985, pp. 50-51; Peris y Tarazona, 1995, pp. 48-51): la racionalidad omnisciente o ilimitada propia de muchos modelos económicos (como el modelo de competencia perfecta); la racionalidad limitada, aunque deliberada e intencional, que corresponde a los hombres del mundo económico real y de las organizaciones (Simon, 1947), y al funcionamiento de los agentes –o de las personas– en los mercados; y la racionalidad orgánica o débil, que corresponde a las situaciones en las que la percepción de la realidad y lo que se piensa sobre ella, tiene una fuerte dependencia de la experiencia o de la trayectoria seguida (Nelson y Winter, 1982; Helfat et al., 2007); (o, en un

sentido diferente, racionalidad orgánica o débil debido a una propensión innata a cooperar; McGregor, 1960; Ouchi, 1981). Williamson (1985) califica a esta racionalidad de miope, ya que su dependencia de la trayectoria le resta independencia y libertad –intencionalidad– para juzgar y apreciar los problemas.

La tabla nº 1.1 muestra todas las posibilidades de las tres formas de comportamiento y de las tres formas mencionadas de racionalidad.

Tabla nº 1.1 – Tipos de racionalidad y formas de búsqueda de interés propio

Tipos de racionalidad Formas de búsqueda del interés propio	Racionalidad fuerte, ilimitada u omnisciente	Racionalidad intencional limitada	Racionalidad orgánica miope, dependiente de la trayectoria
<b>Búsqueda oportunista del interés propio</b>	1.1 Dominio de la razón, o del oportunismo apoyado por la razón	1.2 Relevancia del diseño organizativo en la asignación de derechos, y en la protección contra el oportunismo	1.3 Excesiva dependencia de la trayectoria y falta de intencionalidad. Dificultadas para protegerse del oportunismo
<b>Búsqueda normal del interés propio.</b>	2.1 Dominio de la razón	2.2 Relevancia del diseño organizativo. Menos dificultades para el diseño y la protección contra el oportunismo.	2.3 Excesiva dependencia de la trayectoria y falta de intencionalidad.
<b>Búsqueda débil del interés propio.</b>	3.1 Dominio de la razón, o aproximación a la felicidad, o utopía organizativa.	3.2 Predomina la racionalidad en el diseño y la búsqueda cooperativa del interés propio	3.3 Excesiva dependencia de la trayectoria y falta de intencionalidad. Propensión a la cooperación

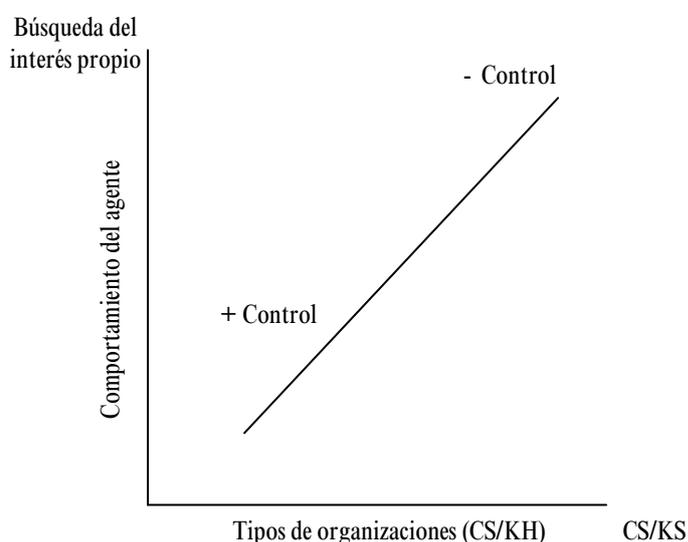
Fuente: Adaptado de Peris y Tarazona (1995, p. 49)

En el modelo económico de comportamiento presentado pueden descartarse las casillas 1.1-3.1 de la primera columna. La racionalidad ilimitada sólo existe como supuesto teórico de algunos modelos económicos,

pero es completamente inadecuada para considerar el problema de agencia (éste, sencillamente, no existiría). Por otra parte, en el mundo de la Teoría de Agencia, desafortunadamente, no hay una combinación de racionalidad y forma de búsqueda del interés propio que nos permita la aproximación a la felicidad, como situación más probable (casilla 3.1 de la tabla).

Si relacionamos la racionalidad con la capacidad de control, la columna de *racionalidad intencional limitada* parece ser la que mejor representa lo que veremos más tarde al examinar los diferentes órganos de control en las grandes empresas que cotizan en bolsa (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen, 2001). Con el uso de la racionalidad limitada se intentará controlar el comportamiento de los agentes, tarea que resultará más o menos sencilla en función de cómo sea su forma de búsqueda –fuerte, sencilla o débil– del interés propio, y podrá haber, naturalmente, según la experiencia y actitud de los directivos, condicionamientos de la experiencia pasada que aproximen la racionalidad *intencional* a la racionalidad *orgánica* o miope.

Figura nº 1.4 – CC como función de los tipos de organización y del comportamiento



La figura 1.4 resume todo lo que hemos discutido hasta aquí, en este Capítulo, en lo que se refiere a la relación de las diferentes tecnologías, los diferentes tipos de conocimiento, los diferentes tipos de comportamiento, y el control. Esta figura, como resumen cualitativo de lo discutido, requiere una

doble escala en sus ejes de abscisas y ordenadas, ya que mientras aumenta la proporción CS/KH y los agentes aumentan (o intensifican) la búsqueda del interés propio, la capacidad de control (CC) disminuye.

### ***1.3 – El control de los agentes o de los miembros de las organizaciones***

Abordamos a continuación el diseño del control interno en las organizaciones, y el control en general, como forma de resolver –parcialmente al menos– el problema de agencia. En el diseño de las organizaciones públicas o privadas, buscadoras de beneficios o sin ánimo de lucro (*non profit*), el control ha sido siempre un elemento esencial, ya que en cualquier circunstancia o situación siempre ha sido necesario comprobar el grado de cumplimiento de los objetivos y el rendimiento de los diferentes empleados (Taylor, 1911, 1919; Weber, 1947).

A continuación examinamos, en primer lugar, el control en las formas organizativas desde el enfoque del diseño de las organizaciones. Esta literatura, de modo implícito, también trata de resolver el problema de agencia. Al mismo tiempo, la economía de las organizaciones, en su enfoque de costes de transacción, vuelve a subrayar la importancia del control. En tercer lugar estudiamos el procedimiento y el modelo de control que propone la Teoría de Agencia. Y finalmente nos referimos a otras formas de control de carácter general, que incluyen a la empresa.

#### ***El control en el diseño de las organizaciones***

Cuando se diseña o se da forma a una organización, de modo deliberado y planificado o simplemente como necesidad de la puesta en práctica de las diferentes formas de actuación, aparecen dos dimensiones de la organización: la estructura y los procesos (Galbraith, 1994; Mintzberg, 1979; Moreno-Luzón et al., 2001; Nadler y Tushman, 1997; Ostroff, 1999). La estructura organizativa puede entenderse como la distribución espacial y jerárquica de los medios materiales y humanos de una organización, y el modo en que se establecen las relaciones de sus estructuras jerárquicas y de gestión (Moreno-

Luzón et al., 2001), abarcando esto todas las actuaciones fundamentales de la empresa, incluida la toma de decisiones y el control (Csaszar, 2012), que se corresponden con la necesaria adaptación al entorno (Forte et al., 2000).

La distribución espacial de los medios materiales, y la distribución espacial y jerárquica de los miembros (o los diferentes agentes) de la organización, es algo inevitable y necesario; y es el marco en el que se concretan los procesos de decisión y control (Csaszar, 2012), o lo que en el lenguaje de la Teoría de Agencia corresponde a la distribución de los derechos de decisión y control (Fama y Jensen, 1983a, 1983b). Sin embargo, la teoría organizativa clásica o moderna (la teoría que corresponde al diseño de la organización), no se ocupa prioritariamente –o de manera específica– del control (Burns y Stalker, 1961; Csaszar, 2012; Galbraith, 1994; Mintzberg, 1979; Nadler y Tushman, 1999), sino del conjunto de posiciones (distribución espacial y jerárquica de los medios materiales y humanos) y del modo en el que se relacionan los agentes dentro de esas posiciones o entre las diferentes posiciones (lo que constituye los procesos en la organización).

De modo que el control, como procedimiento específico o especializado, está implícito –o figura casi únicamente de forma implícita– en muchos de los autores del diseño organizativo. Y, sin embargo, esto no se debe a que concedan al control una importancia menor. Se debe a una concepción diferente de cuáles pueden ser las formas más eficaces y eficientes de control. Como hemos dicho en lo que se refiere a la proporción de conocimiento específico con respecto al *know how* (CS/KH), o en lo que se refiere a la proporción de conocimiento tácito respecto del conocimiento explícito (CT/CE) (figuras 1.2 y 1.3), al aumentar el conocimiento específico o el conocimiento tácito del agente (directivo o empleado) el modo en el que realiza su tarea y el resultado de la misma resultan más difíciles de controlar por un supervisor externo a la propia tarea. Por tanto, la idea fundamental de los autores más avanzados de la teoría organizativa es diseñar el proceso de trabajo de tal modo que el propio proceso genere los elementos de control necesarios (el control está dentro del propio proceso, forma parte del modo

mismo en el que se organizan) (Galbraith, 1994; Nadler y Tushman, 1999; Carmeli y Tishler, 2004).

Es decir, evitamos la dificultad de controlar el resultado porque hay elementos tangibles e intangibles (relaciones laborales, auditorías internas, controles ligados al propio proceso, capital humano, cultura organizativa) que llevan a cabo, paso a paso, el control, y aseguran la *performance* satisfactoria de la empresa (Carmeli y Tishler, 2004); bien mediante organizaciones basadas en el trabajo en grupo o en equipo, donde el trabajo cualificado (altos niveles de CS/KH y CT/CE) está fuertemente descentralizado y coordinado mediante mecanismos de coordinación laterales y directivos integradores (Galbraith, 1994, 2001); o bien (como un desarrollo complementario de los trabajos de Galbraith) mediante la formación de los trabajadores y directivos en las competencias que permiten mejorar su desempeño, estableciendo estímulos para la formación y la productividad, y para la cooperación y competitividad internas, añadiendo a esto técnicas de formación y supervisión de equipos y de evaluación de resultados (Conti, 1993; Nadler y Tushman, 1999).

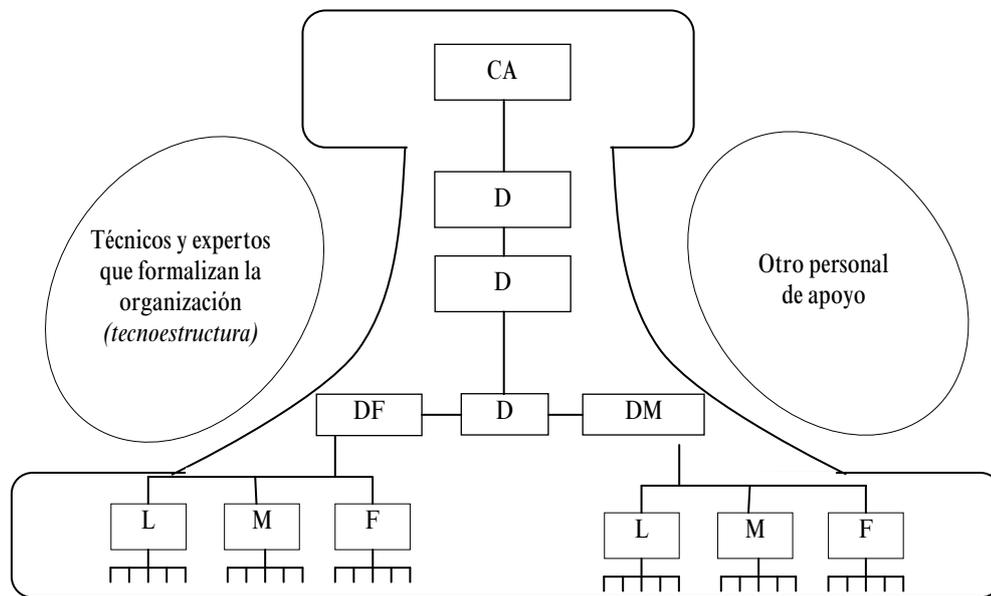
Con respecto a la Teoría de Agencia, la teoría (y la aplicación práctica) del diseño organizativo cambia el lenguaje, los conceptos, y los aspectos de la realidad a los que da relevancia. Pero no cambia de camino ni de territorio. Lo que en esta teoría denominamos descentralización, es lo que en Teoría de Agencia corresponde a la delegación formal de derechos de decisión (y la delegación informal, de hecho, de derechos de control entre los agentes con altos niveles de cualificación; Fama y Jensen, 1983a, 1983b). La Teoría de Agencia, bajo la denominación de control mutuo, también se ocupa del funcionamiento de los equipos de trabajo –aunque no de todos los detalles del diseño– y de sus efectos sobre el control, si bien subraya un aspecto no tratado por el diseño organizativo: los problemas de acción colectiva cuando algunos agentes evitan poner el esfuerzo que corresponde a su tarea (Arruñada, 1998).

En cualquier caso, las formas de control que se derivan de las aportaciones del diseño organizativo son útiles para la Teoría de Agencia, ocupándose esta última, además, de cuestiones específicas de control –entre

agentes y propietarios de los activos– que son ajenas al enfoque del diseño organizativo.

Como consecuencia, las tipologías organizativas que se derivan del diseño organizativo (Mintzberg, 1979; Galbraith, 1994, 2001) y la forma de control que corresponden a cada una de ellas, son muy diferentes de las que se derivan de las formas organizativas que propone la Teoría de Agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b).

Figura nº 1.5 – La organización burocrática o burocracia maquina según Mintzberg



La figura 1.5 mostra la organizzazione burocratica o la burocrazia macchinale di Mintzberg (1979), in la cual una parte importante del controllo está ligado a la formalización de los procesos y los procedimientos. El problema de agencia más importante dentro de la jerarquía de esta forma organizativa, está relacionado con los técnicos y expertos que normalizan – formalizan– las actividades de la organización (la tecnestructura de Mintzberg), aunque, en general, se trata de conocimiento perfectamente explícito en todos los casos, y con una baja proporción de conocimiento tácito respecto de las diferentes formas de *know how* utilizadas. Por tanto, las dificultades de control que corresponden al ámbito propiamente organizativo son aquí bajas, aunque el gran tamaño y la correspondiente financiación en el

mercado de capitales harán relevantes los problemas de agencia –y de control– entre propietarios del capital y *managers*, tal como aborda específicamente la dimensión más conocida –y quizá la más sustantiva– de la Teoría de Agencia.

### ***Economía de las organizaciones y control, en la perspectiva de la TCT***

Para el enfoque económico de la Teoría de Costes de Transacción (TCT) (Williamson, 1985, 1996, 2002), hay dos características que definen la conducta. La *racionalidad intencional limitada*: deliberada y con propósito, pero lejos de la omnisciencia y afectada por la inseguridad de lo desconocido y la incertidumbre. Y la *búsqueda oportunista del interés propio*, que si bien no puede predicarse de todas las personas (o de todos los agentes), tiene el inconveniente de que no se puede detectar. No sabemos quién es oportunista y quién no lo es, y esto obliga a protegerse contra el oportunismo en todos los casos, de forma general, recurriendo para ello a los contratos.

Los contratos<sup>7</sup> son un instrumento fundamental para la TCT, ya que tienen tres características importantes: 1<sup>a</sup>) obligan a clarificar el acuerdo al redactar las cláusulas contractuales; 2<sup>a</sup>) son un *instrumento de control*, ya que el incumplimiento de las cláusulas conlleva las correspondientes acciones judiciales o la aplicación de otros medios alternativos para la resolución de conflictos (*ADR*<sup>8</sup>); y 3<sup>a</sup>) *generan costes* para alcanzar el acuerdo, redactar el contrato, vigilar su cumplimiento y adaptarlo a las circunstancias no previstas; todo ello además de los costes de información inherentes a la información que todo agente necesita para actuar en el mercado.

---

<sup>7</sup> Los contratos serán analizados de una forma más detenida en el Capítulo II de esta Tesis.

<sup>8</sup> *ADR* son las siglas de *Alternative Dispute Resolution*. De todas las formas de resolución de conflictos, tanto autocompositivas como heterocompositivas, actualmente la mediación está cobrando mucha importancia.

Es decir, como consecuencia de los rasgos de comportamiento descritos, los contratos son un *instrumento de control* deseable en muchas ocasiones para protegerse contra el oportunismo, pero un instrumento que genera costes; y estos costes son la cuestión clave de la TCT. Cuando los costes de establecer acuerdos entre agentes a través del mercado, son más altos que el coste de los acuerdos que pueden lograrse mediante contratos de trabajo y la correspondiente organización de la empresa, la actividad objeto del acuerdo se organizará internamente y la necesidad de control se desplazará, tal como investigamos en esta Tesis, al ámbito interno de las organizaciones (Coase, 1937, 1992; Williamson, 1985, 2002). En uno y otro caso –en el ámbito del mercado o en el ámbito interno de la organización–, el *carácter específico* de los activos objeto del contrato, o del trabajo (operativo o directivo) que se lleva a cabo en las actividades de la organización, son responsables de los *costes de control*.

En el mercado, contratar sobre activos específicos implica menor competencia (o competencia entre pocos; Williamson, 1975) y esto implica que la competencia disciplina menos el comportamiento y, como consecuencia, la mayor probabilidad de oportunismo generará mayores costes de contratación (establecer el acuerdo, redactar el contrato, vigilarlo y adaptarlo a las nuevas circunstancias), haciendo conveniente organizar la actividad dentro de la empresa. Y del mismo modo, pero a la inversa, las actividades específicas dentro de la empresa, que generalmente incorporan conocimiento específico y/o conocimiento tácito relevante, generan *costes de control* importantes y la conveniencia de externalizar estas actividades al mercado (si los costes de contratación son menores que los del control interno).

Sin embargo, en el funcionamiento de una empresa hay actividades específicas que son inherentes a la existencia misma de la organización (la actuación de los directivos) o que no es conveniente externalizar (algunos empleados cualificados de I + D que pueden ser fundamentales para la competitividad de la empresa), por muy alto que sea su componente de

conocimiento específico o de conocimiento tácito y por muy importantes que sean sus *costes de control*. Son costes de control inherentes a la existencia y al mantenimiento de la empresa en el mercado.

Pero salvo en estos casos (que son importantes, especialmente en las grandes empresas), Williamson (1985, 1996) recomienda externalizar toda actividad en la que el coste de contratación en el mercado sea igual o menor al coste de organizar la actividad dentro de la empresa. El argumento de Williamson (1985) es, claramente, un argumento relacionado con el coste del control. El mercado, dice el autor, es *un amo severo que no perdona el error* (es decir: las cláusulas de los contratos deberán cumplirse, cualquiera que sea el nivel de esfuerzo o sacrificio al que ello obligue), mientras que las organizaciones son *compasivas con sus miembros*, de modo que *se producirá un mayor nivel de control, más eficiente, mediante la externalización*, en lo que se refiere al ámbito económico, y un menor peligro de ineficiencia de la empresa en las actividades externalizadas.

El control interno es un problema no completamente resuelto porque, en alguna medida, como ya argumentábamos en el epígrafe anterior sobre diseño organizativo, hay conocimiento específico y conocimiento tácito distribuido entre las diferentes tareas y los diferentes agentes, y esto impide un control exhaustivo. Y, por otra parte, hay dos cuestiones que impiden hacer exhaustivo el control, aunque ello fuera técnicamente posible. En primer lugar, las empresas tienen características idiosincrásicas en su forma de organizarse y actuar (o en el *know how* más básico y fundamental que impregna sus normas y sus procedimientos), y esto implica un proceso de aprendizaje, de adaptación necesaria de los empleados cuando se les contrata de nuevo, que tiene costes. Por eso las organizaciones son *compasivas con sus miembros*, porque si la ineficiencia no rebasa un cierto límite es más costoso despedir y volver a contratar que soportar el nivel de ineficiencia, lo que implica *límites a la mejora de la eficiencia mediante el control*.

En segundo lugar, el control no puede ser exhaustivo por lo que Leibenstein (1982, 1987) llama el “*Postulado conductista básico*”, que consiste

en que, ante una presión excesiva sobre el agente para que obtenga el máximo de productividad, éste empleará una parte importante de sus energías y su conocimiento en defenderse de esa presión, produciéndose, como consecuencia, una pérdida de productividad igual o mayor a la que se habría producido con una presión (vigilancia o control) más moderada.

El control es, por tanto, una cuestión compleja que, en última instancia, debe combinarse con estímulos e incentivos para lograr los mejores rendimientos, o el mejor comportamiento de los agentes con respecto a los objetivos de la organización.

En este sentido hay una forma organizativa, la *empresa divisional*, que para Williamson (1985) representa una *tecnología superior de información al servicio de la ordenación de incentivos y el control* de los agentes que incorporan mayores cantidades de conocimiento específico y conocimiento tácito: los altos directivos de las divisiones, y el personal altamente cualificado (directivos y expertos o especialistas) de los departamentos de finanzas, I + D, desarrollo de producto, y otros directivos de producción o que integran diferentes áreas de las divisiones.

La figura 1.6 muestra de forma esquemática a la empresa divisional, con un amplio *staff* de personal de apoyo que recoge las ideas fundamentales de Williamson (1985) y permite ilustrar lo que llevamos dicho en este apartado. El paralelismo que puede establecerse entre la propuesta de Williamson con respecto a la empresa divisional, y la propuestas de control de Fama y Jensen en la Teoría de Agencia, permite enriquecer de modo relevante la discusión sobre *formas de control* y la *forma de control en la Teoría de Agencia*.

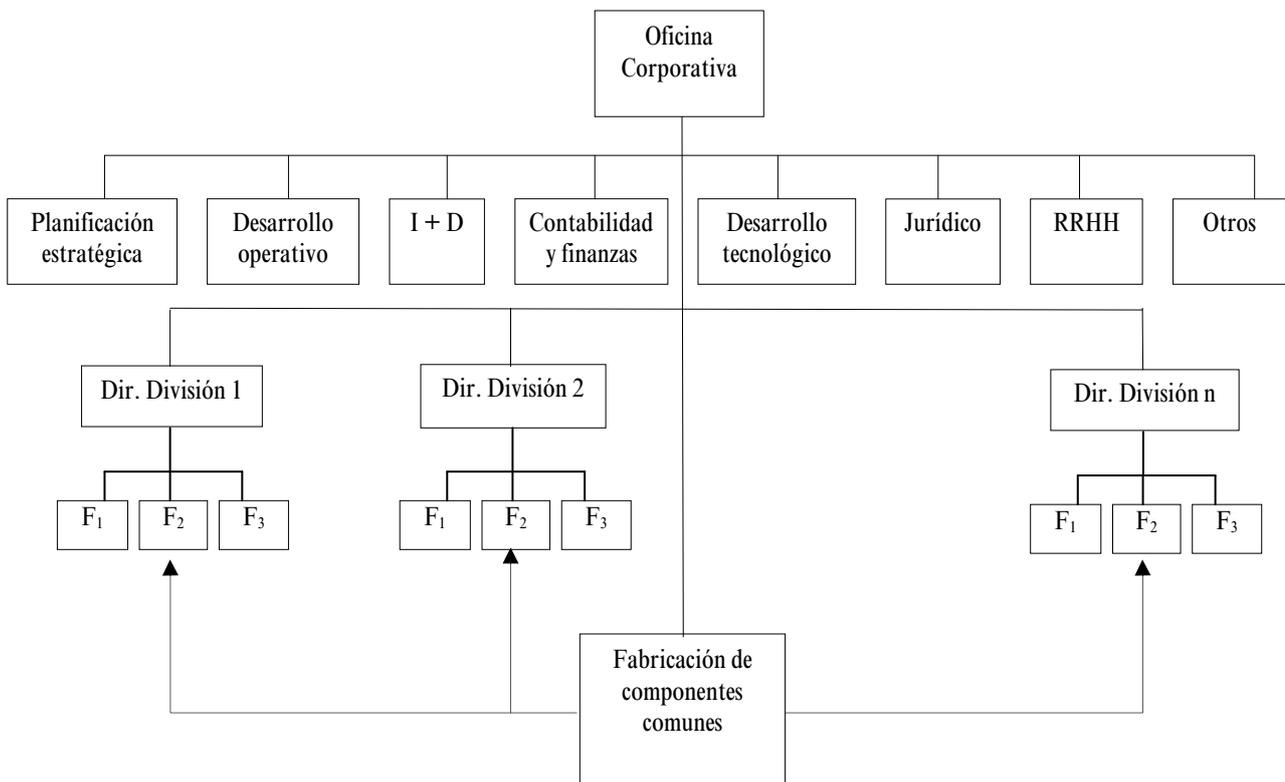
La figura recoge los rasgos más sobresalientes de la empresa divisional, tal como Williamson (1985) concibe y describe a esta forma de empresa, a la que le atribuye *las características que permiten disponer de una tecnología superior de información para la ordenación de incentivos y el control*.

En efecto, la descripción de las características de la empresa divisional aclara el modo en que se facilita el control y la asignación incentivos.

## Características:

1. Existe un *doble nivel de control* en la Alta Dirección de la empresa: la dirección de cada división y la dirección corporativa. Por una parte, *la dirección de cada división*, que ha sido nombrada y puede ser cesada por la *dirección corporativa*. Por otra parte, la dirección corporativa propiamente dicha, como nivel supremo de dirección. Esta dirección corporativa sólo puede ser removida por el Consejo de Administración de la compañía, si bien Williamson no aborda esta cuestión, limitándose al control en el ámbito organizativo, en sentido estricto, al igual que hace la teoría organizativa.

Figura nº 1.6 – La empresa divisional según Williamson



2. Como muestra la figura, entre la oficina corporativa (altos directivos de la corporación) y los directivos de las divisiones hay un amplio *staff* de apoyo de la oficina general: personal especializado en planificación estratégica de la corporación, especialistas en desarrollo de operaciones, desarrollo

tecnológico y de producto e I + D, y directivos de contabilidad y finanzas de la corporación. Todos estos especialistas, altamente preparados, contribuyen al control efectivo de la dirección corporativa sobre las diferentes divisiones y sus directivos, de múltiples formas:

Normalizan la documentación contable, facilitando el control.

Observan y estudian el desarrollo de producto, tecnológico y de I + D en las diferentes divisiones, elaborando informes para la oficina general o corporativa. Estos informes son un instrumento para la evaluación y el control de cada división.

Apoyan a la oficina corporativa en las políticas de recursos humanos, la resolución de problemas jurídicos o la planificación estratégica corporativa.

3. Por último, además de tener plantas productivas que fabrican componentes comunes para las diferentes divisiones (plantas que a su vez pueden ser divisiones), lo relevante aquí –por eso es posible la fabricación de componentes comunes– es que *todas las divisiones fabrican productos relacionados entre sí*. Lo cual permite que, en algunos casos, los productos no tengan nada que ver entre sí, pero sí la tecnología de base o el *know how* desde el que son producidos.

Esta última cuestión permite la comparación entre la *performance* de las diferentes divisiones, haciendo posible el control, cosa que no podría hacerse entre divisiones completamente diferentes; por ejemplo, unos astilleros y una cadena de tiendas de moda. Ninguna comparación ni ninguna evaluación relativa sería aquí posible, dificultando el control a nivel corporativo.

Una consecuencia de la evaluación y el control corporativo, es que la Alta Dirección de la corporación puede decidir cómo se asignan los recursos entre las diferentes divisiones; es decir, decide la estrategia corporativa de la empresa divisional. Y si los productos no tuvieran alguna relación entre sí (por sí mismos o por la tecnología empleada), la comparación de los informes

sobre desarrollo de producto, desarrollo tecnológico, e I + D, no sería posible y, en última instancia, no podría haber un control eficiente.

Esta es la forma de empresa que, para Williamson, permite un *mecanismo superior de control*. Pero, además, corresponde a una estructura organizativa que permite una mejor asignación de los incentivos.

Williamson (1985, 1996) distingue entre dos tipos de incentivos: *incentivos de baja potencia* e *incentivos de alta potencia*. Los primeros son los que se producen en el ámbito organizativo interno, en el que la organización es *compasiva con sus miembros*. Los segundos son los que corresponden a las relaciones de mercado que, como hemos dicho, es un *amo severo que no perdona el error*. Pues bien, la estructura (la forma jerárquica y la división de poder) de la empresa divisional, permiten que se combinen, de forma equilibrada –o en la mezcla exacta– los incentivos de alta y de baja potencia, asegurando así una ordenación eficiente de los incentivos de los directivos de división.

El control mediante los informes sobre desarrollo operativo, desarrollo de producto e I + D, asegura el peso de los incentivos de baja potencia que son indispensables en la organización; y el control sobre la cuenta de resultados asegura el incentivo de alta potencia, propio de los mercados.

El directivo de una división podrá ser despedido por no cumplir con las exigencias del incentivo de alta potencia (la obtención de beneficios), pero al mismo tiempo las exigencias de los incentivos de baja potencia (relacionados con la productividad y la supervisión que se lleva a cabo del desarrollo operativo, del producto y de I + D), aseguran que no podrá llevarse a cabo una actuación perjudicial para la organización (menor desarrollo de operaciones o menor inversión en I + D), que permita presentar una buena cuenta de resultados.

Williamson (1985) avisa del peligro de los incentivos de alta potencia, propios de los mercados, dentro de las organizaciones; a no ser que se combinen, como hace la empresa divisional, con incentivos de baja potencia

que son los que funcionan correctamente –aunque con menos intensidad– dentro de las organizaciones.

Esta es la forma en la que la empresa divisional (su estructura) permite que se crucen diferentes formas de incentivos y de control, convirtiéndola en una *tecnología superior de información* para la actuación y el control de los directivos corporativos. Un control y unos incentivos que, repetimos, se producen en el ámbito estrictamente organizativo, sin que haya habido intervención del Consejo de Administración.

### ***Otras formas “técnicas” de control***

La primera y la más clásica de las formas de control, se refiere al trabajo operativo y mezcla la supervisión con la normalización de los procesos y la normalización de los resultados; y cuando este trabajo es cualificado y/o creativo (proporciones relevantes de CS/KH o de CT/CE), el control se basará en “valores y objetivos compartidos y, cuando ello sea posible, en el control de resultados” (Moreno-Luzón et al. 2001, p. 153). Es decir, cuando haya altos niveles de CS/KH o de CT/CE, el control se basará en incentivos que orienten el comportamiento hacia el cumplimiento de los objetivos.

De forma más sofisticada, y con una amplia literatura al respecto, el control en el mundo de la gestión de la calidad contiene un amplio abanico de propuestas desde los procedimientos de *inspección de la calidad* hasta el *control de calidad*, el *aseguramiento de la calidad* y la *gestión de la calidad total* (Moreno-Luzón et al. 2001, p. 20). Pero repitiendo el argumento del párrafo anterior, cuando se quiere que el control de calidad sea más sofisticado, que elimine las causas de las no conformidades y forme parte de un sistema que promueva la mejora continua, entonces en este sistema aumentan las proporciones de CS/KH y CT/CE y será necesario que los comportamientos se orienten compartiendo los objetivos, destacando aquí la importancia del liderazgo para conseguir esa orientación del comportamiento (*Ibid.*, 2001).

Finalmente Anthony Stafford Beer, con el importante esfuerzo de sus propuestas cibernéticas y organizativas (1959, 1981), trata de establecer el sistema de flujos de información que permiten preservar el equilibrio, dentro de la estrategia, de las diferentes actuaciones *en* y *de* una organización. Sin embargo, como pudo comprobar el autor en su intento de aplicar estas técnicas al conjunto –o a sectores muy amplios– de la sociedad (*Ibid.*, 1975: *Designing freedom*), no hay forma “técnica” o estrictamente técnica de control, más allá de los servomecanismos. En todo lo demás el control también tiene una dimensión social correspondiente al comportamiento de los agentes –sus intereses, valores, cultura–, sin la cual el control quedará, inevitablemente, incompleto.

Las reflexiones hechas hasta ahora en este epígrafe 1.3 –salvo la dimensión más amplia de los trabajos de Beer–, quedan circunscritas, no obstante su importancia para el control y la eficiencia, al ámbito organizativo de las empresas. En el epígrafe siguiente, ya dentro de la Teoría de Agencia, interviene el control del Consejo de Administración completando el conjunto de instrumentos de control, y trascendiendo las fronteras de la organización para relacionar a ésta con el capital y los intereses de sus propietarios.

### ***Control del problema de agencia y Teoría de Agencia***

La Teoría de Agencia, en el núcleo básico de su formulación clásica, corresponde a los trabajos de Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a, 1983b) y Jensen y Meckling (1992). El primero de estos trabajos, que es el más abstracto y general, establece cómo los diferentes mapas de curvas de indiferencia entre los diferentes agentes –o entre el agente y el principal– producen el problema de agencia, bajo supuestos predominantemente técnicos –la diversidad humana–, tal como lo planteó Jevons en su *Theory of political economy* (1871). Es decir, el problema de agencia existe sin necesidad de suponer una *búsqueda oportunista del interés propio* (Williamson, 1985); basta con la *búsqueda sencilla del propio interés* y la heterogeneidad natural entre las

preferencias de los distintos agentes, en un marco de *racionalidad intencional* pero, naturalmente, *limitada*.

Los trabajos de Fama y Jensen (1983a, 1983b), menos abstractos, bajan al suelo de las organizaciones y proponen dos procedimientos básicos para el *control*: un *sistema aplicable de control del problema de agencia*, basado en la existencia de diferentes niveles de control que serán llevados a cabo por diferentes agentes; y una separación de derechos entre *derechos sobre el residual o el beneficio*, *derechos de control* y *derechos de decisión*, que se reparten entre diferentes agentes –o entre el principal y los agentes– y que se atienen a una regla básica: el que actúa (derecho de decisión) no es el que controla (derecho de control).

En este marco (Fama y Jensen, 1983a, p. 303) los autores establecen un proceso de decisión básico para la administración de la empresa que consiste en:

1. “*Iniciación*, o generación de propuestas sobre utilización de los recursos y el establecimiento de contratos.” (Propuestas realizadas por los altos directivos de la empresa al Consejo de Administración). Los directivos ejercen aquí el primer paso de *su derecho de decisión*: la propuesta.

2. “*Ratificación*, o elección de las decisiones e iniciativas que deben ser implementadas.” (El Consejo de Administración elige o autoriza las decisiones propuestas por los directivos que deben ser llevadas a la práctica). Ejercicio del *derecho de control*.

3. “*Implementación*, o ejecución de las decisiones previamente autorizadas”. (Ejecución de las decisiones por los directivos y los empleados, pero bajo la responsabilidad de los primeros). Ejercicio del *derecho de decisión* de los directivos y de su *derecho de control* sobre sus subordinados.

4. “*Supervisión y control*, o medición del desempeño y los resultados correspondientes a los agentes que ejercen el derecho de decisión, e implementación de las correspondientes recompensas”. (Supervisión y control

ejercido por el Consejo de Administración sobre la Alta Dirección, que establece las recompensas o los incentivos adecuados, posibles sólo como consecuencia de la medición del rendimiento y el control).

Este proceso está pensado para evitar *la discrecionalidad directiva* (Williamson, 1964) o el problema de agencia entre el principal y el agente, quedando la organización en una zona secundaria para el control (aunque con alusiones a lo que se desarrollará más tarde de forma completa; Jensen y Meckling, 1992).

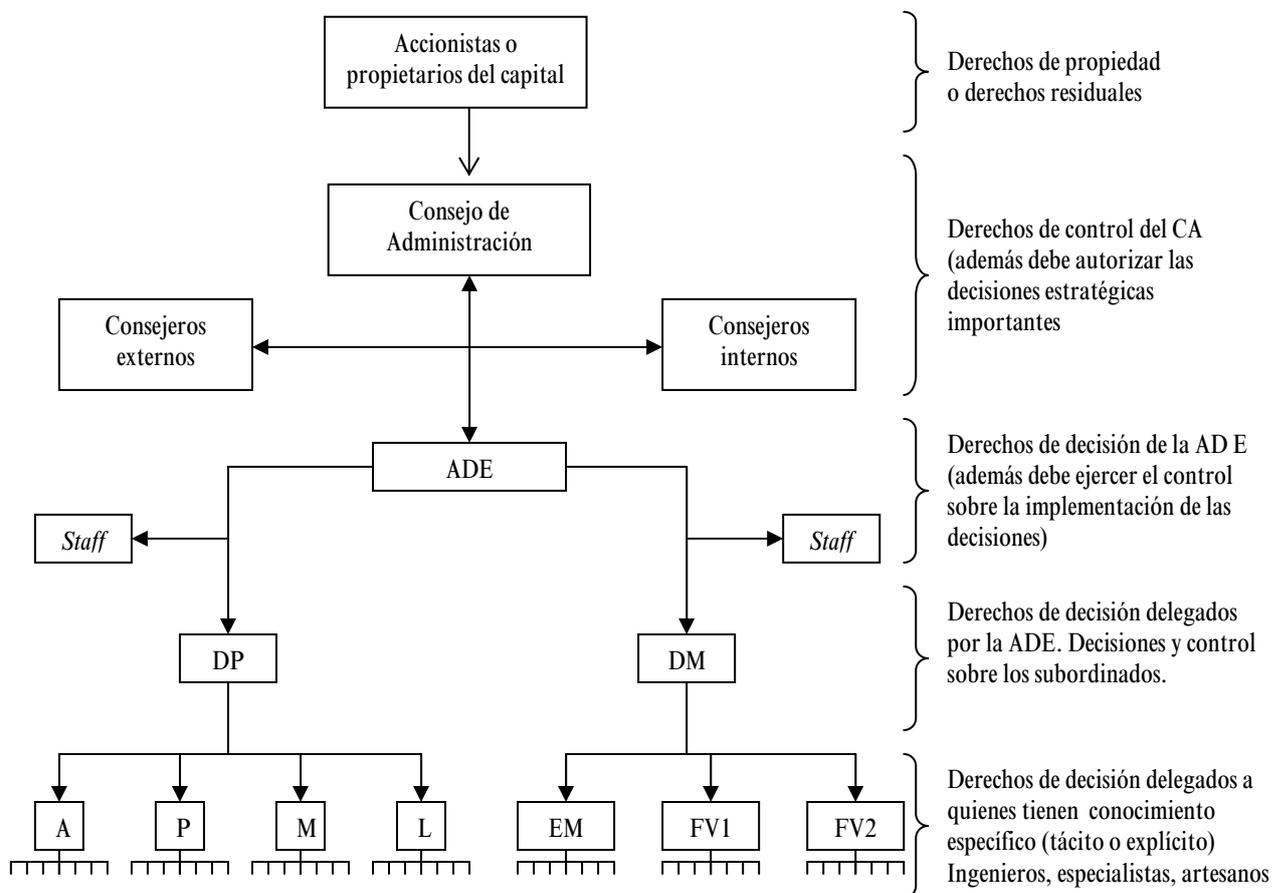
Finalmente, el trabajo de Jensen y Meckling de 1992 desarrolla el problema de agencia en el conjunto de la organización, convirtiendo el conocimiento específico o el *conocimiento de circunstancias particulares de tiempo y lugar* (Hayek, 1945), en la característica clave del problema de agencia; de modo que los *derechos de control* y los *derechos de decisión* se distribuyen a lo largo de toda la jerarquía de autoridad de la empresa (u organización), según el nivel jerárquico y el nivel de cualificación de los diferentes directivos, supervisores y empleados.

La piedra angular de este sistema es el Consejo de Administración, que debe velar por evitar el problema de agencia en aquellos que tienen el *derecho sobre el residual*: los propietarios de los activos o, en el caso de la empresa más representativa, la Sociedad Anónima, evitando el problema de agencia de los accionistas. El Consejo de Administración es el órgano que tiene la responsabilidad última del control; y el conocimiento específico, o de circunstancias particulares de tiempo y lugar, es el que obliga a delegar en los agentes que lo poseen y hace necesario el posterior control. De modo que los dos elementos clave en el problema de agencia y en su solución posterior, uno al principio y otro al final, son el *conocimiento específico*, que hace inevitable la delegación y genera el problema, y el Consejo de Administración (CA), que resuelve el problema del control en última instancia o intenta resolverlo.

La figura 1.7 presenta un esquema general en el que figuran los *derechos sobre el residual* de los propietarios del capital o de los accionistas, y la

distribución de *derechos de control* y de *decisión* a lo largo de toda la jerarquía de autoridad de la empresa. De modo que esta figura permite representar tanto el problema de agencia clásico entre propietarios del capital y agentes (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Williamson, 1964) (relaciones entre accionistas, consejeros y Alta Dirección); como el problema, en los diferentes escalones de la jerarquía, entre cada directivo o supervisor y los subordinados que poseen el conocimiento específico.

Figura nº 1.7 – Distribución de derechos en la empresa SA



La figura, de arriba abajo, muestra a los accionistas o propietarios del capital (*derechos residuales*); al Consejo de Administración (CA) formado por consejeros internos y externos (*derechos de control*); la Alta Dirección de la empresa (ADE) (*derechos de decisión y derechos de control* sobre la implementación de las decisiones), en un nivel inferior al CA; y después la

jerarquía de autoridad en un esquema simplificado que corresponde a dirección de producción (DP) y dirección de marketing (DM) (*derechos de decisión* y *derechos de control* sobre la implementación de las decisiones, en estos niveles directivos). Continuando con las diferentes subáreas de cada una de esas direcciones generales: aprovisionamiento (A), producción (P), montaje (M), logística (L), estudios de mercado (EM) y fuerza de ventas (FV), éstas también tienen *derechos de decisión* de los directivos, y *derechos de control* sobre la implementación de las decisiones de los empleados.

La figura contiene, además, una forma de control que corresponde al control mutuo, que se dará como consecuencia de la preferencia que tiene el personal cualificado por su propio progreso profesional y por el reconocimiento de la calidad de su trabajo y sus méritos (Arruñada, 1998; Fama y Jensen, 1983a, 1983, b; Perrow, 1967, 1970). Este interés por el propio progreso profesional, requiere la cooperación de los otros profesionales que participan en los mismos procesos, en los mismos grupos o en los mismos equipos, funcionando como un estímulo para el control mutuo.

Galbraith (1994, 2001), en sus propuestas sobre diseño organizativo, ha intentado estimular el control mutuo mediante las organizaciones laterales. Pero estas propuestas de la teoría del diseño organizativo que llevan al autocontrol, como las formas de control que hemos examinado en la economía de las organizaciones de los costes de transacción, tienen un planteamiento distinto al de la Teoría de Agencia, aunque todos estos planteamientos diferentes lleven a un territorio único, complementario y necesario para el control.

La diferencia sustancial de la Teoría de Agencia (TA) con respecto a los demás planteamientos revisados, es que la TA, como hemos dicho, tiene en el Consejo de Administración la piedra angular de todo el sistema de control. Si el CA funciona de forma suficientemente satisfactoria, el control será satisfactorio, por tanto conviene examinar este órgano de control.

### ***Control del problema de agencia. Consejo de Administración***

Para que el Consejo de Administración (CA) cumpla su función, debe cumplir dos condiciones básicas. La primera, ya enunciada, que podemos considerar como *condición necesaria*, es que el que actúa (*derecho de decisión*), no sea al mismo tiempo el que controla (*derecho de control*). Esto se cumple y, por tanto, el CA es depositario del *derecho de control* en su expresión o autoridad máxima: no propone ni adopta decisiones, únicamente autoriza o deniega las decisiones estratégicas que elabora y presenta para su aprobación la Alta Dirección. Así, pues, al menos en las grandes empresas SA que son las que sirven como modelo para la Teoría de Agencia, *el Consejo de Administración puede ejercer plenamente su labor de control al no estar directamente implicado en la elaboración y propuesta de las decisiones.*

En las pequeñas y medianas empresas que también tienen la figura jurídica de SA, pero que en general no están incorporadas al mercado de capitales, el CA suele estar formado por el empresario y los directivos de mayor rango (en general entre dos y cuatro personas) que son, al mismo tiempo, los que elaboran y acuerdan las decisiones (por tanto no hay aquí separación entre derechos de decisión y derecho de control). Pero estas no son las empresas del Mercado Continuo español de las que se ocupa esta investigación.

La segunda condición, la *condición suficiente* para que el CA pueda ejercer satisfactoriamente su función de control, es que el interés –o el comportamiento– de los miembros del Consejo esté orientado suficientemente a la defensa de los intereses del principal: propietarios o accionistas que tienen el *derecho sobre del residual* y sobre el beneficio. Si esa orientación se produce, entonces se habrá resuelto el problema de agencia satisfactoriamente, salvo en las desviaciones que puedan producirse por error o por falta de información.

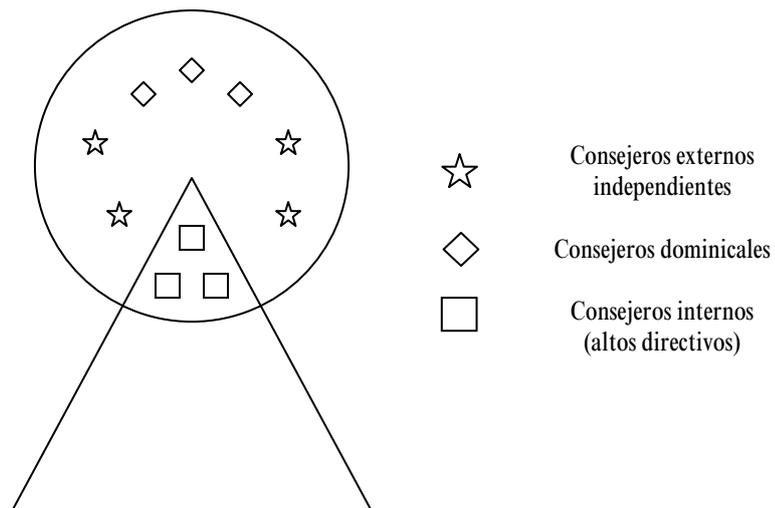
Sin embargo, ¿por qué tendría que cumplirse esta condición suficiente? ¿Cuál es la razón para que entre los consejeros y el principal (accionistas) no se dé la misma divergencia de intereses que se produce entre el agente y el

principal? ¿Por qué no pensamos en los consejeros como en un agente más que, por tanto, no resuelven el problema de control, impidiendo que se cumpla la condición suficiente?

Las medidas adoptadas para que los consejeros cumplan una función efectiva de control, a favor de los propietarios del capital, tienen carácter *cualitativo* (referido a la *calidad* de los consejeros) y de *composición* del CA, ambas cuestiones están estrechamente relacionadas; además de las de carácter normativo.

En lo que se refiere a las medidas de carácter cualitativo, éstas se refieren a la formación, la experiencia y la trayectoria como directivos o profesionales de los diferentes consejeros, y también a los intereses a los que esos consejeros responden –además de los suyos propios– por su pertenencia a unos u otros grupos empresariales o sociales. Y en función de estas características cualitativas debe decidirse la composición del CA, para que el equilibrio entre las diferentes características de los consejeros facilite un control equilibrado y efectivo, que garantice el *derecho sobre el residual* (Tricker, 2009).

Figura nº 1.8 – Miembros del Consejo de Administración según Tricker



La figura nº 1.8 muestra la composición del Consejo de Administración. En la figura los polígonos cuadrados blancos representan *consejeros internos*

(directivos de la propia empresa en el Consejo de Administración), las estrellas *consejeros externos independientes*, y los cuadrados apoyados en un vértice *consejeros dominicales* (consejeros designados por accionistas que, en general, se designa de una forma proporcional a la propiedad del capital).

Los consejeros internos son muy convenientes como miembros del Consejo porque ellos son los que conocen los detalles, lo más sustantivo y lo más específico de las fortalezas y debilidades de la empresa y de su estrategia. De modo que su presencia en el CA es conveniente, porque ellos son los que tienen el conocimiento específico y pueden explicar a los demás consejeros las propuestas o los proyectos que la Alta Dirección de la empresa somete al CA. Se supone, además, que ellos serán los que defiendan estas propuestas ante los demás miembros del Consejo, puesto que son parte del equipo de dirección.

Las ventajas que aportan estos consejeros internos son, por tanto, importantes; si bien llevan consigo un inconveniente que los demás consejeros deberán corregir y compensar: en los consejeros internos no existe separación entre el que actúa (tomando decisiones) y el que controla (evaluándolas).

Los *consejeros externos*, en teoría procedentes de los equipos de dirección de otras empresas (*managers* experimentados, por tanto), después de ser informados por los directivos cuando presentan las propuestas al CA, y escuchar la defensa, los argumentos y la *explicación de los detalles* de los consejeros internos, tomarán decisiones basadas en su experiencia y en su interés por la buena marcha de la compañía (para que ésta les mantenga en su puesto –y en sus retribuciones– durante más tiempo). De modo que una mayor proporción de consejeros externos respecto de los consejeros internos, se entiende como un indicio (o garantía) de buena gestión (Tricker, 2009).

En cuanto a los *consejeros dominicales*, estos son nombrados por quienes tienen paquetes accionariales de cierta envergadura, como hemos dicho, y su misión en el Consejo es trasladar las políticas que esos accionistas creen más convenientes para sus intereses, contribuyendo de este modo, en principio, a reducir o eliminar el problema de agencia.

Todo perfecto, al parecer, si ponemos aquí punto final. Pero los economistas saben bien que éste no es el punto final. En el conocido trabajo de Alchian y Demsetz de 1972, donde los autores relacionan las formas de organización económica (organizarse mediante la empresa o mediante el mercado) con la tecnología de producción, y los diferentes tipos de empresa con el conocimiento (específico o tácito) que incorporan los miembros de la organización, sólo hay una forma completa de ordenar los incentivos de los agentes o de orientar suficientemente su conducta: hacerles propietarios de los activos. De este modo ellos mismos serán quienes reciban los beneficios o los perjuicios de su actuación o del nivel de esfuerzo aplicado a sus asuntos. Lo cual, si bien elimina el problema de agencia respecto del principal (al ser principal y agente la misma persona), el hecho de que cada persona pueda elegir entre trabajo y ocio (Scitovsky, 1985) no garantiza la ausencia de problemas de agencia en un sentido más amplio: tal como lo plantean Jacobides y Croson (2001), para los cuales los agentes –las personas– deben contribuir a crear valor para la sociedad.

Por otra parte, el problema de agencia no puede resolverse asignando la propiedad de los activos a los agentes (Jensen y Meckling, 1995) (los activos que corresponda a cada uno de a los agentes), porque entonces no existiría empresa en el sentido moderno de la misma: una agrupación de agentes y un principal, ligados por una relación contractual (Alchian y Demsetz, 1972; Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen, 1998). La propiedad de los activos por parte de los agentes lleva a otras formas de producción federadas o colectivas (Williamson, 1985, Cap. IX) que se apartan de la empresa capitalista moderna.

En definitiva, nada hay que pueda asegurar o reglar completamente la actuación de los agentes –las personas– salvo el modo en el que éstos deciden comprometerse y perseguir su propio interés (Kaplan y Henderson, 2005; Peris et al., 2003); y en este sentido el modelo propuesto por la Teoría de Agencia clásica (Fama y Jensen, 1983a, 1983b) reduce y mejora el problema, pero no puede eliminarlo completamente. Williamson (2002), respecto del

modelo clásico de agencia, se refiere a esta cuestión haciendo referencia a un problema fundamental del Consejo de Administración que también admiten Fama y Jensen: habrá contaminación entre los consejeros externos e internos (relaciones de amistad, intereses comunes) que pondrán en cuestión el grado de independencia de los consejeros y la calidad del control efectuado.

Finalmente, como exponen Desender et al. (2013), y como desarrollamos parcialmente en el Capítulo IV de esta Tesis, la cuantía en la que posee acciones un solo accionista o un grupo minoritario de accionistas, influye de diferentes formas en el modo en el que se lleva a cabo el control desde el Consejo de Administración (Aguilera y Desender, 2012; Aguilera et al., 2011).

Nos referimos a continuación a las relaciones entre problema de agencia, comportamiento y cultura, como la dimensión social del problema de agencia; y como colofón de este Capítulo planteamos las dos Hipótesis cuyas investigación corresponde al Capítulo IV de esta Tesis.

#### **1.4 – Control del problema de agencia. Comportamiento y cultura**

El contexto más amplio que explica el comportamiento de los agentes, más allá de donde lleguen los diferentes instrumentos de control, es la cultura que incorporan y/o los valores del entorno social en el que se encuentra la empresa (Commons, 1934; Dauber , Fink y Yolles, 2012; Fink, Neyer y Kölling, 2007; Maurer, Bansal y Crossan, 2011). Con diferentes matices, comparten este enfoque todos los trabajos que dieron nacimiento al enfoque de relaciones humanas (Mayo 1933; Whitehead 1936 y 1938; Roethlisberger y Dickson 1939; Barnard 1938 y McGregor 1960), y también una parte de las modernas concepciones sobre diseño organizativo y recursos humanos (Baron y Kreps, 1999; Lawler III, 1993; Mohrman, Galbraith, Lawler III y asociados, 1998), pasando por muchos de los trabajos que desde una perspectiva normativa de agencia (Leibenstein, 1982, 1987) o de costes de transacción (Ouchi, 1979, 1980, 1981), explícitamente vinculan el comportamiento a las diferentes condiciones contextuales y culturales de la organización.

Según este planteamiento, si predominan los valores del *servidor fiel* de Donaldson (1991, 2001) las grietas del control serán salvadas por un comportamiento de los directivos acorde con los intereses del Consejo de Administración; pero esto, a su vez, dadas las relaciones complejas y contingentes entre la estructura de la propiedad de las acciones y la composición y actuación del Consejo (Aguilera y Desender, 2012; Aguilera et al., 2011; Desender et al., 2013; Capítulo IV de esta Tesis), tampoco permite cerrar por completo el problema de agencia. Los consejeros pueden comportarse como agentes –son agentes– con sus propios intereses.

De modo que, como hemos dicho en este Capítulo, los problemas de agencia se encuentran, efectivamente, en un territorio intermedio entre la tecnología y el conocimiento específico –y los problemas sustantivos de control que ello provoca–, por una parte, y la sociedad y su cultura –los

comportamientos y valores socialmente establecidos–, por otra parte. Pero esa cultura, como discutiremos a continuación, no parece permitir, tampoco, el cierre completo del problema de agencia.

En todo caso, el esfuerzo por ordenar incentivos, al que la Teoría de Agencia –y la economía de las organizaciones– ha dedicado una parte importante de su literatura, tratando de que el agente (como directivo o como miembro del Consejo), cumpla con los objetivos de la empresa al buscar su propio interés, es el instrumento de orientación del comportamiento y de creación de una cultura corporativa que parece más eficaz (Alessandri, Tong y Reuer, 2012; Cheng, 2004; Jensen, 1998; Sanders, 2001; Sanders y Hambrick, 2007; Wright et al., 2007) pero, ¿hasta dónde alcanza esa ordenación de incentivos? Discutámoslo a continuación.

### ***Cultura, organización y problema de agencia***

Como hemos revisado en el conjunto de este Capítulo, el control que permite orientar el comportamiento hacia el cumplimiento de los objetivos de la empresa abarca a toda la organización. Tanto al ámbito más propiamente organizativo de la empresa, como a las relaciones de la organización con sus directivos y a la relación de estos con el Consejo de Administración y los propietarios del capital.

Refiriéndonos ahora al ámbito organizativo, como hicimos anteriormente al examinar la tecnología, el conocimiento y los problemas de control (figuras 1.1, 1.2 y 1.3), los problemas de medición y la disminución de la capacidad de control que están ligados a los aumentos de conocimiento específico (CS/KH) y de conocimiento tácito (CT/CE), tienen una relación necesaria con la forma en la que se orienta el comportamiento.

El equilibrio organizativo de Barnard-Simon (Simon, 1947) o el cumplimiento de la regla de reciprocidad de Gouldner (Ouchi, 1980), se refieren a una misma cuestión sustancial: el miembro de la organización –o el

agente–, debe recibir de la organización una recompensa equivalente al esfuerzo que entrega. Sin esto, puesto que el agente es dueño de su fuerza de trabajo (o propietario de sus recursos; Alchian y Demsetz, 1972), no es seguro que mantenga su relación de trabajo con la organización, o no es seguro que esta relación funcione de manera eficiente (Leibenstein, 1982).

En esta cuestión, como hemos dicho, cobran una importancia especial las proporciones de CS/KH y de CT/CE. Cuando estas proporciones son bajas porque el trabajo es poco cualificado y poco creativo, y no está sometido a cambios frecuentes que requieran adaptaciones (trabajo fundamentalmente rutinario y repetitivo; Perrow, 1967, 1970), el comportamiento puede ser orientado hacia el cumplimiento de los objetivos mediante el control (las reglas y la supervisión, más el control de resultados), pero cuando aumentan CS/KH y CT/CE, la regla de reciprocidad de Gouldner o el equilibrio organizativo (Simon, 1947) se vuelven indispensables, para que la orientación del comportamiento hacia el cumplimiento de los objetivos –como consecuencia de la percepción de equidad– compense la disminución en la capacidad de control (Peris-Ortiz, 2009; Peris-Ortiz et al. 2012a). Tsui et al. (2007) se ha referido a esta misma cuestión al distinguir entre los contratos de trabajo en los que sólo importa su contenido formal y la obligación que comporta, y aquellos contratos en los que es importante su contenido tácito o no formal, en los que prima la regla de reciprocidad y, en definitiva, la equidad.

Lo cual significa que empresas cuyas actividades corresponden a diferentes niveles de CS/KH y de CT/CE, tendrán, para ser eficientes, diferentes formas de establecer y gestionar sus contratos de trabajo, diferentes formas de control, y diferentes valores y asunciones básicas –cultura– que permitan una buena gestión.

William Ouchi establece lo esencial de las ideas anteriores en su artículo de 1980 sobre empresas que denomina *jerarquías*, y aquellas que conceptualiza como *clanes*. En las primeras los comportamientos de sus miembros –o agentes– presentan (o pueden presentar) divergencias respecto de los objetivos

que debe alcanzar la empresa, pero sus actividades presentan una baja ambigüedad en la valoración de sus resultados, de modo que su actuación podrá ser medida y reconducida hacia el cumplimiento de los objetivos. Esto corresponde al caso de bajos niveles de CS/KH y CT/CE. En las empresas a las que denomina *clanes*, en cambio, la ambigüedad en la valoración de los resultados es muy alta (altos niveles de CS/KH y CT/CE), y en este caso es indispensable que el control se produzca a través de valores comunes y asunciones básicas compartidas, es decir, una cultura común, que incluye el establecimiento de un buen sistema de recompensas o incentivos (Alessandri, Tong y Reuer, 2012).

La figura 1.9 sintetiza las ideas de Ouchi (1980), para el cual el control es una condición necesaria de cualquier forma de actividad económica.

Figura nº 1.9 – Opciones organizativas eficientes según Ouchi

	Variable de comportamiento ↓	Variable técnica ↓
	Diversidad o incongruencia entre los objetivos	Ambigüedad en la valoración de los resultados
Mercados Jerarquías Clanes	Alta Moderada Baja	Baja Moderada Alta

El control, mediante una baja ambigüedad en la valoración de los resultados o mediante la convergencia en los intereses y objetivos, es, en efecto, necesario para la existencia de cualquier forma de organización económica; y en esto hay coincidencia con la Teoría de Agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1992). Pero el ámbito que examina la teoría organizativa, tal como acabamos de ver, es diferente al que abarca la Teoría de Agencia. Esta última rebasa el ámbito estrictamente organizativo

para preguntarse por el control que realiza el Consejo de Administración sobre la organización, y sobre las garantías que este control tiene para resguardar los derechos sobre el residual de los propietarios del capital.

Todos los problemas de control que se plantean a nivel organizativo son también problemas de control para la Teoría de Agencia, especialmente después de la contribución de Jensen y Meckling de 1992, pero la Teoría de Agencia necesita resolver más problemas. Necesita saber, como hemos dicho, si el Consejo es efectivamente un órgano de control adecuado para garantizar los derechos de los propietarios del capital; y hay varios problemas para que esto sea así.

En primer lugar, muchas de las sociedades que cotizan en bolsa son grandes corporaciones o, en todo caso, grandes empresas, y esto tiende a producir despersonalización de las relaciones y dificultades para un liderazgo unificador y unos valores comunes. Es decir, en las grandes empresas cotizadas es más difícil construir una cultura común, y aunque en el ámbito estrictamente organizativo todo podrá resolverse si existe poca *distancia cognitiva* entre los diferentes tipos de empleados y especialistas y quienes los dirigen y controlan (véase epígrafe 1.1 de este Capítulo), el problema queda abierto en lo que se refiere a los altos directivos.

Esta falta o insuficiencia de valores y de objetivos compartidos en el conjunto de la organización, hace más probable que aquellos directivos que son a su vez consejeros internos busquen su propio interés en lugar del interés de los propietarios del capital. De este modo, la cultura interna de la empresa influye incluso en la parte más clásica del problema de agencia: las relaciones entre los altos directivos y los propietarios del capital.

Sin embargo, las consecuencias de uno u otro nivel de cultura y de objetivos compartidos en la empresa, va aun más allá de la relación entre consejeros internos y propietarios del capital. En la medida en que, como hemos dicho, *existe contaminación entre los consejeros internos y externos (relaciones de amistad u otros intereses comunes)*, si la cultura de la empresa

no influye suficientemente en el comportamiento de los consejeros internos, esto también afectará al comportamiento de los consejeros externos haciendo menos efectiva su incorporación al control del problema de agencia (y menos efectiva la orientación de la empresa hacia su maximización de beneficios, que es el interés de los accionistas o propietarios del capital). Y cabe suponer, en este sentido, que todo ello redundará en un menor control y en una disminución de la *performance* financiera.

## **1.5 – La relación Consejo de Administración (CA) y Alta Dirección (AD). Planteamiento de Hipótesis**

Como consecuencia de las argumentaciones presentadas en este Capítulo y en el epígrafe anterior, no hay ningún procedimiento completamente satisfactorio para asegurar el buen comportamiento de los agentes, lo que nos lleva a formular las siguientes Hipótesis:

Hipótesis 1 (H1). Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD, bien a través de la confianza y la cooperación o bien a través del control, podrán tener una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 1.1 (H1.1.): Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD tendrán, a través de la confianza y la cooperación, una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 1.2 (H1.2.): Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD tendrán, a través del control, una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 2 (H2): Las formas de dirección que facilitan una asignación equilibrada entre los recursos dedicados a la explotación y a la exploración, tendrán una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Las Hipótesis formuladas implican: 1<sup>a</sup>) que el control en sentido estricto puede ser un instrumento adecuado para reducir el problema de agencia (H1.2) (Fama y Jensen, 1983a, 1983b); 2<sup>a</sup>) que las relaciones que facilitan la confianza y la cooperación pueden ser un instrumento adecuado para reducir el problema de agencia (Davis, 2005; Donaldson y Davis, 1991; Donaldson, 2001); 3<sup>a</sup>) que cuando las relaciones CA-AD son satisfactorias para la Alta

Dirección y le dan a ésta más libertad y más compromiso con los objetivos, se producirá una mejor asignación de los recursos de la empresa –más equilibrada– entre explotación de las actividades y la exploración de nuevos procesos o productos (innovación).

A partir de aquí, una de las cuestiones fundamentales que postula esta Tesis (Capítulo IV) es que cuando hay mejor control (H1.2), más confianza (H1.1) o más compromiso y más libertad (H2), habrá mejor *performance*, medida esta última a partir de los niveles de importancia y satisfacción que perciben los directivos sobre el crecimiento y los resultados financieros de la empresa.

El Capítulo IV argumenta de forma más extensa la pertinencia de las Hipótesis formuladas, las muestra nuevamente, y las contrasta con el correspondiente estudio empírico.



## **Capítulo II.-**

# **La Empresa como nexo de contratos y la Teoría de Agencia en el marco de las sociedades de capital españolas**

Este Capítulo estudia cómo afecta el problema de agencia, en su formulación clásica, a las sociedades de capital españolas. El problema de agencia se sustancia en situaciones concretas, y por lo tanto en marcos legales y reglamentarios determinados que condicionan la propia estructura de la empresa, y sus sistemas de autoridad y control. Por ello realizaremos un análisis sobre cómo se presenta el problema de agencia en las sociedades de capital españolas confrontando la práctica habitual con la Teoría de Agencia clásica.

La configuración del marco institucional en el que una empresa desarrolla su actividad es fundamental para analizar el problema de agencia. Tanto desde el punto de vista jurídico (Barle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976), como desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados en los que opera, pues esto va a determinar y configurar el propio problema de agencia y va a jugar también un papel muy importante en el desarrollo de los mecanismo que contribuyen a que sea mitigado.

Para realizar esta labor, partimos de la empresa como nexo de contratos, planteamiento realizado por Coase (1937), en el que Alchian y Demsetz (1972) fundamentan el sentido de la existencia de la empresa, por lo que aparece el contrato como la figura esencial, o unidad básica sobre la que se organizan las transacciones *en* la empresa, concepto del que nace el contrato de sociedad.

En primer lugar analizaremos los tipos de contratos que se dan en las empresas y que van a generar el problema de agencia. El primero de ellos es el contrato de sociedad, dado que es el contrato en que se fijan las “normas del juego” tanto entre los propios socios, como entre los socios y los administradores, momento en el que surge el primer problema de agencia pues se produce el primer nivel de delegación de decisiones. El segundo es el contrato laboral de los directivos y del resto de la estructura jerárquica de la empresa.

En el segundo epígrafe analizaremos el problema de agencia y el coste que supone en relación con los socios y los administradores de una empresa.

En tercer lugar, resumiremos los mecanismos que utilizan las empresas españolas para reducir el problema de agencia en su estructura jerárquica, y concretamente desde el Consejo de Administración.

En cuarto lugar, estudiaremos los mecanismos de mercado, retribución y normativos que se aplican en las empresas españolas para reducir el problema de agencia entre los socios, mayoritarios y minoritarios, y los administradores.

Finalmente, después de estudiar el problema de agencia, y por ende, la Teoría de Agencia clásica, en el marco institucional español, realizaremos algunas proposiciones surgidas de los argumentos aquí expuestos, que serán objeto de estudio en el Capítulo III de esta Tesis.

## **2.1 – La empresa como nexo de contratos**

Una de las justificaciones económicas de la empresa es la concepción de ésta como un nexo de contratos. La idea fue apuntada por Ronald Coase (1937). Establecía que la razón para que resulte útil establecer una empresa radica en el coste asociado a la utilización del mecanismo de los precios. Estos costes son los que se derivan de negociar y resolver los contratos de cada una de las transacciones llevadas a cabo en el mercado; la empresa no eliminará la realización de los contratos al recurrir a las transacciones de mercado, pero sí que los reducirá en número considerablemente. De esta forma se evitará realizar toda una serie de contratos con los factores que cooperan en el ámbito interno de la empresa.

Posteriormente, Alchian y Demsetz van más allá, y partiendo de que existen costes de negociar y resolver contratos, llegan a la conclusión de que existen dos condiciones necesarias para que surja una empresa, éstas son: (a) que se incremente la productividad en función de la producción en equipo o en función de una técnica de producción en equipo, si bien resultará difícil medir el rendimiento marginal de los factores de la producción; y (b) que resulte rentable medir la productividad observando y especificando la actuación de los factores que intervienen (es decir: que la ganancia de productividad sea mayor que el coste del control de los factores) . Alchian y Demsetz, en su trabajo de 1972, concluyen que el cumplimiento de estas dos condiciones necesarias nos lleva a la *empresa capitalista clásica*, entendida como una organización contractual de los factores que cuenta con: (1) la producción conjunta de los factores, (2) varios propietarios de factores, (3) una parte común a todos los contratos de los factores que participan que tiene derecho: (a) a renegociar el contrato de cualquier factor independientemente de los contratos con los propietarios de otros factores, (b) tiene derecho sobre el producto residual, (c) y tienen derecho a vender su posición central, contractual y residual.

Definitivamente Jensen y Meckling, en su trabajo de 1976, afirman que “las relaciones contractuales son la esencia de la firma, no sólo con los empleados sino también con proveedores, clientes, acreedores, etc.”, definiendo la empresa de la siguiente forma:

“una forma de ficción legal que sirve de marco para las relaciones contractuales y que también se caracteriza por la existencia de derechos residuales divisibles sobre los activos y los flujos de caja de la organización que pueden ser vendidos, generalmente, sin permiso de otros contratados (...) En realidad, únicamente existe una multitud de relaciones complejas (esto es: contratos) entre la ficción legal (la empresa) y los propietarios del trabajo, de los *inputs* materiales, del capital, y de los consumidores del producto” (Jensen y Meckling, 1976 pp. 5, 8)

Por todo ello, en el trabajo de Jensen y Meckling de 1976 se pone de manifiesto la importancia de la empresa como nexo de un conjunto de relaciones contractuales, que también será confirmado en los trabajos de Fama y Jensen (1983a, 1983b) donde también se utilizará este mismo concepto.

Queda patente la relevancia del elemento contractual en la empresa, esto es el *contrato como unidad básica* que organiza las transacciones en la empresa, concepto con el que estamos totalmente de acuerdo. Además *Jensen y Meckling llaman la atención sobre la importancia que juega el marco jurídico en la firma y por ende en el Derecho o en el marco institucional y jurídico.*

El Derecho es un orden normativo, compuesto por normas de conducta, que trata de guiar primariamente la conducta de la gente mediante el establecimiento de deberes, no de sanciones (Aguiló, 2000). Tiene dos componentes fundamentales: (1) el Derecho en sentido objetivo, esto es el conjunto de normas por las que se rige un pueblo o nación, y (2) el Derecho en sentido subjetivo, esto es una facultad que concede el Ordenamiento Jurídico a un particular. Una parte fundamental de esta definición es la de *norma*, y más concretamente el de *norma jurídica*. Las relaciones de convivencia entre los hombres están reguladas por muchos tipos de normas: normas éticas, usos

sociales, y normas jurídicas; pero las normas jurídicas concretamente tienen dos características fundamentales. La primera es la coercibilidad, por lo tanto su cumplimiento puede ser exigido, y si es necesario por la fuerza; y la segunda es que son heterónomas, por lo tanto prescinden de la adhesión interna y libre de su destinatario (Miquel, 1992). En suma, todos estamos obligados a cumplir el Ordenamiento Jurídico, y como bien indica el artículo 6 del Código Civil, “la ignorancia de las Leyes no excusa de su cumplimiento”.

Analicemos sucintamente el contrato, dado que es el elemento básico del nexo de contratos. En cuanto a la definición del contrato, el Ordenamiento Jurídico no lo define, se limita a regularlo, pero podemos definirlo con palabras de Díez-Picazo y Gullón:

“La palabra ‘contrato’ encierra un equívoco, pues se refiere tanto al acto que los contratantes realizan como al resultado normativo o reglamentario que con ese acto se produce. Desde el primer punto de vista, el contrato se nos aparece como un acto jurídico, esto es, como una acción de los interesados a la que el ordenamiento atribuye unos determinados efectos jurídicos. Desde el segundo punto de vista, el contrato se nos aparece como un precepto o una regla de conducta (*lex contractus*, regla contractual), es decir, como una determinada ordenación a la cual las partes someten su propia conducta.” (Díez-Picazo y Gullón, 2001 p. 29)

En este negocio jurídico el sujeto tiene autonomía de voluntad, esto es, el sujeto puede celebrar el contrato o no, y si lo celebra puede regular mediante él sus relaciones jurídicas como desee (art. 1.255 del CC). Pero existen límites a esta autonomía también fijados en el artículo anterior “siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público”. Ciertamente la autonomía no puede ser contemplada al margen del Ordenamiento Jurídico, y las normas referentes a los contratos tienen un carácter dispositivo, pero

también existen otras normas de *ius cogens*<sup>9</sup> que tienen primacía incluso sobre la autonomía privada (Albaladejo, 2011; Lasarte, 2009).

Con la formalización del contrato se instaura entre las partes la *lex privata*, y como dice el artículo 1.091 del CC “los contratos tiene fuerza de ley entre las partes”, que en concordancia con el 1.258 del mismo texto, obligan “no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la Ley”.

Los contratos se componen de varios elementos (Lasarte, 2009), unos son accesorios, mientras que otros son elementos mínimos y necesarios para la existencia de un contrato, así el artículo 1.261 del Código Civil, establece que no hay contrato sin los siguientes tres requisitos:

1º - Consentimiento de los contratantes. Para que exista consentimiento los otorgantes deben tener capacidad de contratar<sup>10</sup>, y por lo tanto capacidad de obrar. El consentimiento se debe prestar de forma libre y consciente, y por lo tanto sin error (en los motivos, de cálculo, o sobre la persona), sin coacción, y sin engaño (artículos 1.262 a 1.270 del Código Civil).

2º - Objeto del contrato. Estos son los bienes o servicios que son contemplados en el intercambio que subyace en el contrato, tienen tres requisitos: licitud, posibilidad, y determinación o determinabilidad (artículos 1.271 a 1.273 del Código Civil).

3º - Causa del contrato. Es el propósito de alcanzar un determinado resultado empírico con el contrato, y más concretamente el fin que se propone con cada Hipótesis contractual, la meta, el objetivo, (artículos 1.274 a 1.277 CC). Podríamos pensar que se refiere al móvil del contrato, pero la

---

<sup>9</sup> Derecho imperativo.

<sup>10</sup> Hay que llamar la atención sobre la figura del autocontrato.

jurisprudencia del Tribunal Supremo ha separado constantemente la causa del contrato de los motivos o móviles que impulsa a las partes a su celebración<sup>11</sup>.

Por otra parte, existen una serie de elementos accidentales del contrato, dado que pueden o no estar presentes, estos son: la condición y el término. La condición aparece cuando el contrato depende de un suceso futuro o incierto, y esta condición puede ser suspensiva o resolutoria. El término es el elemento temporal en el que comienza o terminan los efectos de un contrato o en plazo en el que hay que cumplir determinada obligación.

También es conveniente matizar las situaciones de ineficacia del contrato (Lasarte, 2009), estos supuestos los podemos clasificar en dos grupos:

1º La invalidez, motivada por la existencia de circunstancias relacionadas con los elementos esenciales del contrato, que no resultan admisibles para el Ordenamiento Jurídico, que causan la nulidad o la anulabilidad. La nulidad se produce cuando el Ordenamiento Jurídico no reconoce ningún efecto al contrato, hablamos en palabras del Tribunal Supremo “el nada jurídico”<sup>12</sup>, y su consecuencia es la restitución; los supuestos en los que opera son: la carencia absoluta de alguno de los elementos esenciales, el incumplimiento de la forma sustancial, la contrariedad a las normas imperativas, a la moral o al orden público, y a los actos gratuitos sobre bienes comunes de los cónyuges sin consentimiento del otro. La anulabilidad implica aquellos que pueden ser anulados, estas causas revisten menor gravedad que las de nulidad, y podemos nombrar las siguientes: vicios en el consentimiento, inexistencia de plena capacidad de obrar, inexistencia de consentimiento uxorio; la principal diferencia es que el contrato anulable

---

<sup>11</sup> STS del 8 de julio de 1977, 1 abril de 1982, 11 de julio de 1984, 30 de diciembre de 1985 y 4 de mayo de 1987.

<sup>12</sup> STS de 13 de febrero de 1985.

puede ser convalidado subsanando el vicio en el que incurre, por ejemplo por el transcurso del tiempo.

2º La ineficacia en sentido estricto, donde bien por defectos o el acuerdo de las partes conlleva la falta de efectos. Estos casos son: (a) mutuo disenso, donde los contratantes formalizan un nuevo contrato cuya finalidad es dejar sin efecto la relación preexistente; (b) desistimiento unilateral, en determinados contratos se reconoce a una o a cada una de las partes la posibilidad de extinguir la relación contractual por su libre decisión; (c) resolución por incumplimiento, cuando uno de los contratantes no puede o no quiere cumplir, el Ordenamiento Jurídico permite al otro que resuelva el contrato concediéndole esta capacidad por incumplimiento (art. 1.124 del CC); (d) rescisión, es un supuesto por el cual un contrato válido es declarado ineficaz por sus efectos lesivos o perjudiciales para una de las partes o un tercero (art. 1.291 del CC), nos referimos entre otros a la rescisión por lesión, o a la rescisión por fraude.

### **2.1.1 – El contrato de sociedad**

Jensen y Meckling califican al objeto sujeto de derecho como una “ficción jurídica”<sup>13</sup>, estamos hablando de la *personalidad jurídica*, por lo que entendemos que, trasponiéndolo a nuestro Ordenamiento Jurídico, estamos hablando de *sociedades*. El término *persona* se usaba en La Antigüedad para designar la máscara que utilizaban los actores en el escenario, después sirvió

---

<sup>13</sup> En cuanto a la “ficción jurídica” tenemos nuestras reservas, dado que esta Teoría de la Ficción, de tradición canónica y romanística, que se desarrolló en la Edad Media y dominó hasta el siglo pasado, entiende que únicamente los hombres son sujetos de derecho, y los que no son hombres son seres ficticios. Existen otras teorías desde el enfoque del Derecho como la Realista, la Institucional, la Formalista y la Kelseniana (Martínez y Fernández, 1997).

para designar al propio autor, y posteriormente pasó a designar a los actores de la vida social. La atribución de la personalidad en el Derecho no solo se confiere a los seres humanos, sino también a un grupo de individuos y bienes, para la realización de determinados fines conformando la persona jurídica, que tiene derechos y obligaciones distintos a las de sus miembros (Martínez y Fernández, 1997). En la misma línea, Jensen y Meckling (1976, p. 9), nos indican que la compañía como nexo de contratos sirve también para aclarar la personalización de esta, dicho de otra forma, “la compañía no es un individuo” sino que mediante los contratos estos individuos alcanzan un punto de equilibrio que satisface sus objetivos conflictivos. En suma, la *personalidad jurídica es una técnica de organización unitaria de un grupo de personas o patrimonio que opera mediante el reconocimiento por el Ordenamiento Jurídico de la titularidad de obligaciones y derechos*, lo cual corresponde al “principio de separación”<sup>14</sup> entre el patrimonio social y el de los socios (Vicent Chulia, 2004).

El primer contrato que surge en lo que hemos denominado “nexo de contratos” es el contrato de sociedad, y esta sociedad, que tendrá personalidad jurídica, será lo que denominamos conceptualmente desde el plano económico “la empresa”<sup>15</sup>. Este contrato, como define el Código Civil en el artículo 1.665, es aquel “por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con ánimo de partir entre sí las ganancias”. Como señalan Diez-Picazo y Gullón (2001) un sector de la doctrina ha impugnado su naturaleza contractual dado que no hay intereses contrapuestos. En cambio, en la sociedad, hay un fin común, por lo que la contraposición de intereses se cambia por la idea de cooperación. En suma, en palabras de Sánchez Calero:

---

<sup>14</sup> Citado por el autor: *House of Lords* en el caso *Salomon* en 1897.

<sup>15</sup> También referido como la firma o la corporación.

“el empresario social surge de un contrato –el de sociedad– que tiende precisamente a crear una organización de esas personas a las que, por regla general, se reconoce por el Derecho positivo personalidad jurídica. Esta personalidad jurídica nacida del contrato adquiere la condición de empresario que no tienen los socios.” (Sánchez Calero, 2009, p. 158)

Dado que estamos hablando de un contrato que vincula a varios socios, este permite agrupar trabajo y capital para realizar una actividad que normalmente se escapa a las posibilidades de cada uno de ellos por separado. Por otra parte, permite crear una empresa con las aportaciones de los socios, cuya titularidad se transfiere a la persona jurídica que se crea, y estos bienes son destinados para la consecución del objeto social. Por último, la sociedad actuará como causa determinante del posterior nacimiento de la persona jurídica distinta a la de los socios. En cuanto a los elementos fundamentales del contrato de los que hemos hablado anteriormente, aplicándolo a este tipo concreto de contratos son los siguientes:

1º – El acuerdo de las partes, éste se produce cuando existe consentimiento de los socios en torno a los elementos esenciales del contrato. Este consentimiento versa sobre la voluntad de unión y sobre las aportaciones a las que se obliga el socio en realizar.

2º – Por el objeto de contrato de sociedad hay que entender las obligaciones que asumen los socios. Mientras que el objeto de las obligaciones de los socios consiste en la aportación de lo pactado con el fin de que la sociedad pueda realizar la actividad para la cual se constituye.

3º – La causa es la finalidad económico-social que las partes persiguen, en otras palabras, el fin común que se proponen los socios con la constitución que no tiene por qué ser en todo caso lucrativo (Broseta y Martínez, 2011).

Con relación a otorgar el contrato de constitución, bajo la forma de escritura pública, de cualquier sociedad de capital, deberá reunir los siguientes requisitos: (a) la identidad de los socios, (b) la voluntad de constituir y la elección de un tipo social determinado, (c) las aportaciones y el número de las

participaciones/acciones atribuidas a cambio, (d) los estatutos de la sociedad, y (e) la identidad de la persona o personas que se encarguen inicialmente de la administración y representación (art. 22 de la LSC). Observamos que en este contrato se determina: (1) la elección de un tipo social determinado, esto tiene que ver con la responsabilidad de los socios, la forma por la que se repartirá el residual, y si la sociedad tendrá vocación de ser abierta a cerrada; (2) la identidad de los administradores y la representación, por lo tanto de quienes van a tomar las decisiones de la gestión; y (3) los estatutos de la sociedad, la ley interna que va a regir la vida social.

En cuanto a los elementos que necesariamente deben contener los estatutos, se hará constar: (a) la denominación de la sociedad, (b) el objeto social determinando las actividades que lo integran, (c) el domicilio social, (d) el capital social, las participaciones o acciones en que se divida, el valor nominal y su numeración, (e) el modo de organizar la administración, el número de administradores, el plazo de duración del cargo, y el sistema de retribución, y (f) el modo de deliberar y adoptar los acuerdos de los órganos colegiados (art. 23 de la LSC). También es en los estatutos donde corresponderá establecer los matices sobre la transmisión de los títulos de propiedad. Observamos que mediante el contrato, en los estatutos se determinan una serie de elementos importantes, las “reglas del juego”: (1) el objeto social, y por lo tanto los negocios en los que operará la sociedad, estableciéndose esto como una limitación para los gestores, (2) se establece la forma de administrar (por lo tanto de controlar) y su sistema de retribución, (3) la forma mediante la cual se alcanzan acuerdos en la sociedad, y por lo tanto de ejercer el dominio, y (4) el régimen de transmisión de la propiedad.

### ***Tipología de las sociedades de capital españolas***

A cada uno de los tipos de sociedades mercantiles de capital, el Ordenamiento Jurídico le confiere una serie de características, que resumidamente son las siguientes (*Íbid.*, 2011):

1 – Sociedad Anónima (SA): su capital integrado por las aportaciones de los socios, está dividido en acciones. Los socios no responden personalmente de las deudas sociales, y no poseen, en principio, y por su condición de socio el derecho a asumir la dirección y administración de la sociedad.

2 – Sociedad de Responsabilidad Limitada (SL): reúne rasgos de las sociedades personalistas y la anónima, su capital está integrado por las aportaciones de los socios y dividido en participaciones. Los socios no responden personalmente de las deudas sociales, y no poseen, en principio, y por su condición de socio, el derecho a asumir la dirección y administración de la sociedad. En España el tipo de sociedad más utilizada es la Sociedad Limitada, porque incorpora en mayor medida los principios de autonomía de la voluntad y de simplificación que se han incorporado también en la “Pequeña Sociedad Anónima” alemana, la “Sociedad Anónima simplificada” de Francia, o la “Close Corporation” en muchos de los estados de Estados Unidos (Vicent Chulia, 2004).

3 – Sociedad Comanditaria por Acciones (SCA): su capital está dividido en acciones pero los socios son ilimitadamente responsables.

Continuando con la SA y la SL, se observa la similitud entre las características enunciadas entre las SA y las SL, pero en la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades de Capital, el legislador nos clarifica las diferencias que existen entre ellas:

“las sociedades de responsabilidad limitada -con mucho, las que concitan la preferencia de los operadores económicos- se han configurado tradicionalmente más como unas anónimas simplificadas y flexibles que como sociedades personalistas en las que los socios gocen del beneficio de responsabilidad por las deudas contraídas en nombre de la sociedad (...) las primeras [las sociedades anónimas] son sociedades con un rígido sistema de defensa del capital social, cifra de retención y, por ende, de garantía para los acreedores sociales, las segundas [las sociedades de responsabilidad limitada], en ocasiones, sustituyen esos mecanismos de defensa -a veces más formales que

efectivos- por regímenes de responsabilidad, con la consiguiente mayor flexibilidad de la normativa.” (LSC) [los corchetes son nuestros]

### ***Las sociedades abiertas españolas***

Por otra parte, en lo relativo a las notas sobre los conceptos de sociedades abiertas y cerradas, en el apartado IV de la Exposición de Motivos del mismo cuerpo legal el legislador habla de la concepción teórica entre las sociedades abiertas y cerradas:

“En el plano teórico la distinción entre las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada descansa en una doble característica: mientras que las primeras son sociedades naturalmente abiertas, las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades esencialmente cerradas (...) *sí interesa señalar que esa contraposición tipológica entre sociedades abiertas y sociedades cerradas no es absoluta*, por cuanto que, como la realidad enseña, *la gran mayoría de las sociedades anónimas españolas -salvo, obviamente, las cotizadas- son sociedades cuyos estatutos contienen cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones*. El modelo legal subyacente no se corresponde con el modelo real (...) Se produce así, en ese plano de la realidad, una superposición de formas sociales, en el sentido de que para unas mismas necesidades -las que son específicas de las sociedades cerradas- se ofrece a la elección de los particulares dos formas sociales diferentes, concebidas con distinto grado de imperatividad, sin que el sentido de esa dualidad pueda apreciarse siempre con claridad. (...) Más que una rígida contraposición por razón de la forma social elegida, la distinción esencial radicaría en tener o no la condición de sociedad cotizada. El importante papel de las sociedades cotizadas en los mercados de capitales hace necesaria una intervención pública en la actividad económica orientada por una parte a la protección al inversor y por otra a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros.” (LSC)

No obstante, se puede limitar mediante restricciones estatutarias la libre transmisibilidad de las acciones nominativas (art. 123 LSC), aunque no se puede imponer la no transmisibilidad. Esto se realiza estableciendo un

procedimiento que tiende a evitar que el socio transmita sus acciones cuando quiera y a quien quiera. Estas restricciones se instrumentan mediante: a) cláusulas de tanteo, que conceden a todos, o a parte de los accionistas un derecho de adquisición preferente de modo que se impide que un accionista venda sus participaciones a otro, sin haberlas ofrecido previamente al resto de accionistas, b) cláusulas de consentimiento, se subordina la eficacia de la enajenación a que la sociedad la autorice, concediendo el *placet* a su adquirente (sólo son válidas si en los estatutos se mencionan de forma precisa las causas que permiten denegar al autorización), c) cláusulas que permiten la transmisión a las personas que reúnan o carezcan de determinadas circunstancias. Estas limitaciones también se pueden mantener si lo prevén los estatutos (art. 124 LSC), en los casos de enajenación forzosa o *mortis causa*, no transmitiendo de manera automática la condición de socio a sus herederos (Broseta y Martínez, 2011).

En cuanto a la transmisión de las participaciones (SL), son nulas las cláusulas que hagan prácticamente libre la transmisión de las acciones (art. 108 LSC), estableciendo un procedimiento supletorio en caso de que no esté regulado en los estatutos. La transmisión quedará sometida al consentimiento de la sociedad, mediante acuerdo de su Junta General, y en caso de ser denegada se indicará la identidad de uno, o varios socios, que adquirirán la totalidad de las participaciones por el mismo precio y características de la operación que fueron comunicadas por el socio vendedor (art. 107 LSC).

Conceptualmente la Sociedad Anónima tiene una vocación abierta, aunque el legislador reconoce como verdaderamente abierta a la Sociedad Anónima Cotizada. Si bien mediante los límites que se pueden establecer en los estatutos puede ser limitada la libre transmisión de acciones de las Sociedades Anónimas. Pero además llamamos la atención en que, a pesar de que no existieran estas cláusulas, nos encontramos ante otro problema de

hecho; esto es, el mercado de compraventa de acciones<sup>16</sup>. Queremos decir con esto que *no es la única condición –real– para que una Sociedad Anónima sea cerrada la existencia de cláusulas limitativas, sino que lo realmente importante es la existencia o no de un mercado, y por ende de una demanda de esas acciones.*<sup>17</sup>

Por otra parte el legislador determina como naturalmente abiertas aquellas SA que denominamos “sociedades cotizadas”, esto es, que cotizan en los mercados bursátiles. Ciertamente en este caso existe un mercado organizado<sup>18</sup>, pero esto no nos garantiza que podamos enajenarlo. Esto tiene que ver con el volumen de las operaciones, y en definitiva la oferta y la demanda de los títulos de una determinada empresa.

Tabla nº 2.1 – Volumen de operaciones en el Mercado Continuo I

	Suma de volumen en nº de acciones	Nº de títulos de empresas	
Acciones sin volumen (0% del mercado)	0	14	10,77%
Acciones de menos volumen (30% del mercado)	52.035.109	106	81,54%
Acciones de más volumen (80% del mercado)	209.177.538	10	7,69%
Total	261.212.647	130	100%

Fuente: Datos de [www.infobolsa.com](http://www.infobolsa.com) de 20 de agosto de 2012, al cierre de la sesión<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Entendiendo por mercado de compraventa de acciones no solamente del mercado bursátil, sino el mercado en el sentido más amplio.

<sup>17</sup> Así, por ejemplo, una gran Sociedad Anónima española, como es El Corte Inglés, S.A., de la que desconocemos sus estatutos, y suponiendo que no tuviera ningún tipo de limitación, podría ser una sociedad cerrada. Esto es así dado que si fuéramos accionistas de la antedicha sociedad, y quisiéramos enajenar nuestra participación, podríamos tener el problema de no encontrar comprador para nuestro paquete accionario, bien por el precio, por las características del paquete, por el resto de socios, etc. Estaríamos en una sociedad cerrada, no de *iure* pero sí de facto.

<sup>18</sup> Si aplicamos el supuesto descrito en la nota anterior, pero esta vez en una empresa cotizada en un mercado bursátil, tendremos un lugar donde poner en venta nuestro paquete accionario.

<sup>19</sup> En cuanto a los datos, podríamos pensar que no son significativos, dado que se podría haber realizado una media de un periodo para establecer estas conclusiones. Por otra parte, entendemos que los datos corresponde a un día cualquiera, en este caso el 20 de agosto de 2012, día en el que podemos desear enajenar nuestro paquete de acciones, aun así, no deja de ser una limitación.

Por ello hemos analizado el volumen de las operaciones en el Mercado Continuo español en dos momentos muy distintos en el tiempo. En primer lugar (ver tabla nº 2.1) el 20 de agosto de 2012, y en segundo lugar el 2 de mayo de 2014 (ver tabla nº 2.2).

Tabla nº 2.2 – Volumen de operaciones en el Mercado Continuo II

	Suma de volumen en nº de acciones	Nº de títulos de empresas	
Acciones sin volumen (0% del mercado)	0	17	13,08 %
Acciones de menos volumen (30% del mercado)	61.451.482	99	76,15 %
Acciones de más volumen (80% del mercado)	243.666.956	14	10,77 %
Total	305.118.438	130	100 %

Fuente: Datos de [www.infobolsa.com](http://www.infobolsa.com) de 2 de mayo de 2014, al cierre de la sesión<sup>20</sup>.

Podemos observar que a pesar de que las acciones coticen en un mercado bursátil, y en principio esto es un indicio por el cual deberíamos considerarlas como sociedades abiertas, existen empresas (concretamente 14 en el primer momento y en el segundo momento 17) que no tiene volumen de negociación, y posiblemente si quisiéramos vender un paquete de acciones encontraríamos que posiblemente no existan posiciones compradoras. En suma, la orden no se podría ejecutar. Por lo tanto podemos concluir que el hecho de que una sociedad sea abierta, además del elemento formal, es necesario otro elemento fundamental, que exista demanda de los títulos. Mientras que un pequeño número de acciones (en la primera ocasión 10 y en la segunda 14) representan un volumen del 80% del mercado, siendo estas acciones más líquidas.

Fama y Jensen, en sus trabajos de 1983, hacen un recorrido por las situaciones en varios tipos de organizaciones, y concretamente hablan de *las sociedades abiertas y las sociedades cerradas centrandó la discusión en las*

<sup>20</sup> Ver nota anterior.

*limitaciones en la transmisión de los títulos*, y aceptando que existe mercado para las sociedades abiertas. Esta situación, que será común en Estados Unidos, entendemos que dista de la situación en España. Dado que en España una sociedad limitada puede ser más grande que una Sociedad Anónima, y en el caso de una Sociedad Anónima (por muy aperturista que sea su régimen de transmisión) puede ser realmente cerrada al no encontrar un mercado en el que poder llevar a buen término la operación de compraventa.

Deberemos entender por una *sociedad abierta* aquella que, sin que en sus estatutos se recojan cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones, exista un mercado líquido, que permita enajenar los títulos de propiedad de una determinada sociedad de una forma inmediata y sin una pérdida significativa de su valor.

Como se puede observar en la tabla nº 2.3, las empresas que forman parte del selectivo IBEX35<sup>21</sup> (el 27% del Mercado Continuo español) tienen un volumen de las operaciones realizadas del 77% el 20 de agosto de 2012, y del 85% el 2 de mayo de 2014. Aparentemente se cumplen las características que hemos atribuido a las sociedades abiertas de forma general en las empresas que: (1) cotizan en el Mercado Continuo que permite sin un gran coste adquirir o enajenar nuestras participaciones, (2) al ser empresas cotizadas sus estatutos no recogen cláusulas que limiten la libre transmisibilidad, y (3) forman parte del selectivo IBEX35, por lo que estos títulos son líquidos,

---

<sup>21</sup> El IBEX35, el día 20 de agosto de 2012 está compuesto por las siguientes empresas: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, Grupo ACS, Amadeus, Arcelor Mittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Bankia, Bankinter, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bolsas y Mercados Españoles, Caixabank, Distribuidora Internacional de Alimentación, Enagás, Endesa, Fomento de Construcciones y Contratas, Grupo Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Grifols, International Airlines Group, Iberdrola, Inditex, Indra, Corporación Mapfre, Mediaset España Comunicación, Obrascón Huarte Lain, Red Eléctrica Corporación, Repsol, Sacyr Vallehermoso, Banco Santander, Técnicas Reunidas, y Telefónica. Desde el 20 de agosto de 2012 se han producido modificaciones en el selectivo y desde el 23 de diciembre de 2013 hasta hoy lo componen las mismas que las anteriores pero han sido incluidas Viscofan, Jazztel y Ebro Foods y han sido excluidas Abengoa, Acerinox y Endesa.

característica que define al selectivo que según Sociedad de Bolsas, S.A. “se compone de los 35 valores cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas, que sean los más líquidos durante el período de control” (Sociedad de Bolsas, 2012, p. 4).

Tabla nº 2.3 – Volumen de operaciones del IBEX35 en el Mercado Continuo

	Suma de volumen en nº de acciones 20 de agosto de 2012		Suma de volumen en nº de acciones 2 de mayo de 2014	
Acciones del IBEX35	201.818.412	77,26%	261.535.620	85,72%
Acciones del resto del Mercado Continuo	59.394.235	22,74%	43.582.818	14,28%
Total del Mercado Continuo	261.212.647	100%	305.118.438	100%

Fuente: Datos de [www.infobolsa.com](http://www.infobolsa.com) , al cierre de la sesión<sup>22</sup>.

### ***La organización de la sociedad de capital española***

Como hemos dicho anteriormente, las sociedades tienen personalidad jurídica y por lo tanto son sujetos de Derecho, esto es, la Ley les concede personalidad propia independiente de cada uno de sus miembros. Por lo tanto son independientes de su sustrato personal básico y originario, generando una organización supraindividual, (Lasarte, 2009, Díez-Picazo y Gullón, 2001). La personalidad jurídica en palabras de Vicent Chulia (2004, p. 260) “es una mera técnica, que no debe confundirse con la noción filosófica de persona, que deriva de la condición de ser humano”, pero no por ello deja de ser una técnica que va a permitir la separación de patrimonios y ser sujeto de derechos y obligaciones. Aunque en determinados supuestos es cierto que la personalidad jurídica se convierte en una ficción, esto es así cuando los socios se esconden tras el velo o la pantalla que les ofrece la personalidad jurídica

<sup>22</sup> Ver nota anterior.

para llevar a cabo actuaciones fraudulentas, lo que se conoce como la doctrina del levantamiento del velo.

Si bien, dado que estamos hablando de un ente supraindividual que va a ser un nexo de contratos, y dado que para formalizar un contrato uno de los requisitos es la voluntad, ¿quién conforma la voluntad de un elemento supraindividual? Esto lo resuelve el legislador por medio del voto en *la Junta General mediante la cual se forma la voluntad de la mayoría, que se identifica con la voluntad de la sociedad* (art. 159 LSC). La intensidad con la que se ejercite este derecho dependerá de la proporción en la que se participe en el capital (art. 96 LSC). Por lo tanto *la voluntad de la sociedad corresponde a la suma de las voluntades de los socios que participan en la Junta, ponderada por su participación en el capital sobre el capital representado en la Junta*. Esto es: *la democracia de los capitales*.

Como hemos dicho anteriormente el voto en la Junta General conforma la voluntad de la sociedad, es ésta la importancia de la Junta General para la sociedad y el socio.

La Junta General<sup>23</sup> es la reunión de los socios, que debe estar convocada en forma (arts. 166 a 178 LSC) y válidamente constituida (arts. 191 a 195 LSC), y su finalidad es deliberar y decidir por mayoría (establecida para cada caso) del capital presente o representado. Estos acuerdos obligan a todos los socios (art. 159.2 LSC), a menos de que sean impugnados.

La Junta General es soberana porque a ella incumbe decidir sobre la continuación, la modificación o la disolución de la sociedad, *también nombra, controla y destituye a los administradores* (Broseta y Martínez, 2011). Aunque el ámbito de sus facultades lo delimita su competencia, no pudiendo adoptar

---

<sup>23</sup> Las Juntas Generales pueden ser ordinarias (se celebra obligatoriamente todos los años durante los seis primeros meses posteriores al cierre del ejercicio), extraordinarias, o universales.

acuerdos que excedan de ella. Sus competencias son (art. 160 LSC): a) la aprobación de las cuentas anuales, aplicación del resultado y aprobación de la gestión social, b) el nombramiento y separación de administradores, liquidadores, auditores, y el ejercicio de la acción de responsabilidad social contra cualquiera de ellos, c) la modificación de los estatutos sociales, d) el aumento y reducción del capital social, e) la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente, f) las modificaciones estructurales como la transformación, fusión, escisión, cesión global de activos y pasivos, y traslado de domicilio al extranjero, g) la disolución, h) y la aprobación del balance final de liquidación. En el caso de las sociedades limitadas la Junta General podrá eliminar la prohibición de hacer la competencia de los administradores (art. 230 LSC), y también podrá impartir instrucciones al órgano de administración, reconociéndose una especie de derecho a administrar de la Junta (art. 161 LSC).

Una vez resuelto el problema de la voluntad, tenemos otro problema que surge del elemento supraindividual. ¿Quién va a gestionar y representar al elemento supraindividual? Dado que, como nos indican Alchian y Demsetz al hablar de la Sociedad Anónima:

“Si cada accionista tuviera que participar en cada decisión de la empresa, no sólo se producirían grandes costes burocráticos, sino que muchos evitarían el esfuerzo de informarse bien en el asunto a decidir, y las pérdidas provocadas por las decisiones que resulten ser equivocadas serán soportadas en gran parte por muchos otros accionistas” (Alchian y Demsetz, 1972, p. 788).

Una vez más resuelve el legislador, ahora mediante la representación legal, obligando a que los socios decidan encomendar a una persona la gestión de los intereses de este elemento supraindividual para desplegar la actividad que requiere la marcha de sus asuntos. Esta labor se le encomienda al órgano de administración, que será decidido por los socios, solución en la que también están de acuerdo Alchian y Demsetz cuando dicen que “se consigue un mejor control de la actividad empresarial transfiriendo la autoridad de decisión a un

grupo más pequeño, cuya principal función es negociar con, y gestionar, los demás factores del equipo” (Alchian y Demsetz, 1972, p. 788).

Los modos de organizar el órgano de administración lo determinarán los socios. Puede ser un administrador único, varios administradores solidarios, varios administradores mancomunados, o mediante un Consejo de Administración. En el caso de la Sociedad Anónima, cuando la administración se confíe a dos actuarán de forma mancomunada, y si son más de dos constituirán un Consejo de Administración (art. 210 LSC).

Dado que el órgano de administración tiene la competencia de la gestión y representación de la sociedad, los socios no podrán intervenir en la administración de la sociedad, pues esta facultad está reservada al órgano de administración.

En cuanto a la retribución de los miembros del órgano de administración, también se fija mediante la voluntad de los socios, en principio la norma prevé la gratuidad del cargo. En caso contrario los estatutos deberán cuál es el sistema de retribución (art. 23.e LSC) siendo éste un amplio abanico: salario, participación en ganancias, dietas o primas por asistencia a las reuniones, remuneración en especie, planes de opciones sobre acciones (*stock options*)<sup>24</sup> (Broseta y Martínez, 2011).

En este trabajo vamos a limitar el análisis a las sociedades mercantiles y concretamente a las de capital. Las sociedades de capital son: la Sociedad de Responsabilidad Limitada, la Sociedad Anónima y la Sociedad Comanditaria por Acciones, centrándonos especialmente en la Sociedad Anónima. Todas ellas están reguladas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, estas

---

<sup>24</sup> Consiste en la entrega de un cierto número de acciones o derechos de opción sobre futuras emisiones de acciones en plazos y condiciones determinadas.

sociedades independientemente de su objeto son de carácter mercantil, (art. 1 y 2 de la LSC).

### **2.1.2 – Los socios, propietarios, y titulares de los derechos residuales**

El ser titular de acciones<sup>25</sup> (en el caso de las SA y de las SCA) o de participaciones (en el caso de la SL) confiere la condición de socio (art. 91 LSC), a éste se le atribuye una serie de derechos de carácter económico patrimonial y de carácter político-personal (Broseta y Martínez, 2011), estos socios son los que ostentan lo que denominamos el “derecho sobre el residual” y sobre los que va a repercutir el “riesgo del residual” (Alchian y Demsetz, 1972; Fama y Jensen, 1983a, 1983b).

a) Derecho a participar en los beneficios sociales (art. 93.a LSC) esto implica el derecho a participar en los beneficios futuros y el derecho al dividendo, siempre en la proporción del capital aportado, y que la Junta General acuerde su reparto.

b) Derecho a la cuota de liquidación (art. 93.a LSC), el socio tiene derecho al patrimonio que queda libre después de haber pagado a todos los acreedores sociales.

Los puntos a) y b) corresponden al derecho sobre el residual del que hablan Fama y Jensen (1983a y b).

---

<sup>25</sup> Hay que indicar que estamos hablando de las acciones ordinarias, pero existen distintos tipos de acciones: acciones privilegiadas (las que conceden particulares ventajas o privilegios con relación a las ordinarias), acciones de goce o disfrute (conceden solamente los derechos patrimoniales), acciones sin voto (no reconocen el derecho de voto pero proporcionan más derechos patrimoniales), rescatables (las emiten las sociedades cotizadas y pueden ser amortizadas por la sociedad, el accionista, o ambos, según las condiciones de emisión).

c) Derecho de suscripción preferente (art. 93.b LSC), al socio se le concede el derecho a suscribir proporcionalmente un número de acciones equivalente al valor de las acciones que posea, este derecho es renunciable, transmisible y derogable en determinadas circunstancias.

d) Derechos de asistencia, voto, e impugnación de acuerdos (art. 93.c LSC), este derecho, de carácter eminentemente político, proporciona al socio la capacidad de intervenir y de tomar parte en la adopción de los acuerdos sociales en la Junta General, donde también se elige a quienes dirigen y representan a la sociedad, y se controla la situación de la explotación. Lo que Alchian y Demsetz denominan al hablar de la Sociedad Anónima el “derecho de revisar la composición del grupo de gestión, así como sobre las decisiones más importantes que afectan a la estructura de la empresa o su disolución” (Alchian y Demsetz, 1972, p. 788).

El voto es personalísimo, por lo que no puede transmitirse independientemente de la condición de socio, y se puede realizar incluso de forma postal (art. 189 LSC). El socio también puede ser representado por otra persona (art. 183 a 187 LSC), y esto puede ser necesario para ejercer sus derechos políticos, dado que pueden existir ciertas restricciones en los estatutos, impidiendo la asistencia a la Junta a aquellos socios, o representantes de estos que no alcancen la representación del 1 por 1.000 del capital social como máximo.

e) El derecho de información (art. 93.d LSC), con el fin de que los socios puedan emitir su voto. Podrán solicitar por escrito antes de la Junta, o verbalmente durante el trascurso de ésta, los informes y aclaraciones que estimen oportuno acerca de los asuntos tratados en el orden del día. Esta información podrá ser denegada cuando perjudique el interés social y no esté respaldada como mínimo por el 25% del capital social (arts. 196 y 197 LSC).

f) Derecho de transmisión de la condición de socio (art. 120 y 123.2 LSC), en la Sociedad Anónima rige el principio de libre transmisibilidad de la acción<sup>26</sup>, lo que implica la transmisión de la condición de socio y permite, en el plano teórico, una fácil desinversión. En las sociedades abiertas, esta facilidad en la transmisión de la condición de socio va a permitir a los accionistas desinvertir en una sociedad cuando no estén de acuerdo con las políticas desarrolladas, por lo que también se va a convertir en una medida de control para la dirección al trasladarse esta evaluación a los mercados financieros (Alchian y Demsetz, 1972). Aunque como hemos visto, dependerá de la existencia de un mercado y su liquidez.

g) Derecho de separación (art. 346 a 349 de la LSC), el socio tiene también derecho a la separación voluntaria de la sociedad, dado que si fuera de otra forma podría darse el caso de resultar cautivo. Este derecho se puede ejercer por los motivos determinados en los estatutos, y siempre que el socio no hubiera votado a favor de los siguientes acuerdos: 1) sustitución o modificación sustancial del objeto social, 2) prórroga de la sociedad, 3) reactivación de la sociedad, 4) creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias (salvo disposición contraria en los estatutos), 5) en los casos de traslado del domicilio al extranjero, 6) en los casos de transformación de la sociedad, y 7) en los casos de falta de distribución de dividendos (este motivo no es de aplicación en las sociedades cotizadas), 8) por la modificación del régimen de transmisión de participaciones en las sociedades limitadas. En cuanto a la valoración, brevemente diremos que, a falta de acuerdo serán valoradas por un auditor designado por el Registrador Mercantil, y en las sociedades cotizadas se establecerá el precio medio del último trimestre.

---

<sup>26</sup> Las acciones pueden ser nominativas o al portador.

Hay que tener en cuenta el perfil inversor del socio. Según el análisis de carteras, la cartera óptima es aquella que diversifica entre varias empresas, dado que la diversificación evita que el capital invertido sea dependiente de una sola empresa. Generalmente, el accionista independiente no tendrá un gran interés en supervisar las actividades de la empresa (Fama, 1980), (esto es el ejercicio de los derechos políticos de las acciones), sino que se centrará en supervisar su cartera. Asunto que no pasó desapercibido para Adam Smith:

“La actividad de una sociedad por acciones es siempre dirigida por un Consejo de Administración. Es verdad que este Consejo está a menudo sometido en numerosos aspectos al control de la Junta General de Accionistas. Pero la mayor parte de estos accionistas rara vez pretenden comprender los negocios de la compañía, y cuando el espíritu faccioso no prevalece entre ellos, no se interesan en sus asuntos y están satisfechos con recibir el dividendo semestral o anual que los directivos consideran conveniente pagarles.” (Smith, 1776, p. 695<sup>27</sup>).

### **2.1.3 – El órgano de administración, la gestión y la representación**

Como hemos dicho anteriormente, el órgano de administración es el que asume las funciones de gestión y representación de la sociedad, y está formado por personas físicas o jurídicas (arts. 209 y 212 LSC), en el caso de la SCA la administración estará a cargo de los socios colectivos (art. 252 LSC). La gestión comprende todo cuanto afecte a la vida interna de la empresa, o sociedad, sea necesario para la realización del objeto social y no esté conferido a la Junta General. La representación del órgano de administración abarca los ámbitos comprendidos en el objeto social, vinculando a la sociedad ante

---

<sup>27</sup> Traducción de Rodríguez Braun publicada en Alianza Editorial (Madrid) el 2007 con el título *La riqueza de las naciones*.

terceros, formalizando los contratos (Broseta y Martínez, 2011). Para Vicent Chulia:

“la gestión incluye la fijación de la política general de la empresa, la programación o fijación de objetivos a corto, medio y largo plazo y una actividad de gestión diaria o asidua de la empresa en sus aspectos administrativos, contables, *técnicoproductivos*, comerciales, financieros y otros. En suma, todo lo que no sea modificación de la estructura jurídica corporativa y financiera de la Sociedad o control del órgano de administración, todo lo que no sea “iniciativa empresarial” (...) [y también] necesariamente el derecho y deber de cada administrador, a título individual, de acceso incondicionado a los locales, cosas, documentos y empleados de la sociedad.” (Vicent Chulia, 2004, p. 382). [los corchetes son nuestros]

Los nombramientos del órgano de administración son competencia de la Junta de socios y es necesaria la aceptación del cargo, momento desde el cual surte los efectos (art. 214 LSC). En el caso concreto de que el modo de administración sea el del Consejo de Administración en la Sociedad Anónima, además del nombramiento por la Junta General, también se puede nombrar mediante el mecanismo de representación proporcional (art. 243 LSC). Método por el cual se establece que el accionista o accionistas que posean, como mínimo, una participación de capital igual al cociente de dividir el capital por el número de miembros del Consejo, tendrán derecho a designar un consejero proporcionalmente al margen de la votación de la Junta General. La Ley también prevé el nombramiento de vocales por cooptación (art. 244 LSC), esto quiere decir que el propio Consejo designa a vocales en el caso de que se produzca alguna vacante anticipada y siempre que el nombramiento recaiga sobre accionistas. Como se puede observar, y con palabras utilizadas en el Informe Olivencia, se “confiere al Consejo de las sociedades cotizadas una influencia decisiva en el proceso de designación, que ha de compensarse con la asunción expresa de la correspondiente responsabilidad y la previsión de los oportunos sistemas de control,” (Olivencia, Bueno, et al., 1998, p. 35) dado que el propio Consejo será el que eleve a la Junta las propuestas de acuerdo para los nombramientos.

En cuanto a la pérdida de la condición de administrador se puede producir por: a) la caducidad del cargo (art. 222 LSC), b) decisión que en cualquier momento puede tomar la Junta General (art. 223 LSC), c) en el caso de las sociedades anónimas, además, por estar incurso en cualquier prohibición legal o por solicitud de cualquier socio a la Junta General por tener intereses opuestos a los de la sociedad (art. 224 LSC). En el caso de la SCA, el cese del socio colectivo como administrador pone fin a su responsabilidad ilimitada (art. 252.3 LSC).

Podemos concluir que en el momento de la aceptación del cargo se perfecciona una relación mercantil, un “contrato”. Dado que dos personas, por una parte la sociedad mediante la voluntad expresada a través de la Junta General y por otra, el miembro del órgano de administración mediante la aceptación, consienten en someter su propia conducta a una determinada ordenación, estableciendo como objeto la gestión y representación de la sociedad con arreglo a lo establecido en la Ley, los estatutos, y el interés social, y que tiene como causa, además del imperativo legal, el hecho de que la sociedad no tiene por si misma capacidad para desplegar la actividad que requiere la marcha de sus asuntos.

### ***Tipos de consejeros***

*Los consejeros pueden ser de distintos tipos según el “Informe Aldama”, que básicamente coincide con el “Informe Olivencia”:* El *consejero interno o ejecutivo* –nosotros utilizaremos la denominación ejecutivo– es el que posee funciones ejecutivas o directivas en la sociedad, y mantiene una relación contractual con ésta, bien laboral, bien mercantil. El *consejero externo dominical* –nosotros utilizaremos la denominación dominical– es el consejero propuesto por accionistas en razón de una participación estable en el capital social. El *consejero externo independiente* –nosotros utilizaremos la denominación independiente– es aquel profesional de reconocido prestigio que aporta su experiencia y conocimientos al gobierno corporativo, resulta

elegido como tal y se supone su imparcialidad y objetividad de criterio; y, como mantiene el “Informe Olivencia”, su “misión primordial consiste en hacer valer en el Consejo los intereses del capital flotante.” (Olivencia, Bueno, et al., 1998, p. 20; y Aldama et al., 2003).

El Consejo de Administración es un modo concreto de organizar la administración de una sociedad, está formado por un mínimo de tres miembros, y en el caso de las SL por un máximo de doce (art. 242 LSC), y el poder de representación reside en el propio Consejo que actuará colegiadamente (art. 233.c LSC), aunque podrá atribuir este poder a uno de sus miembros (el consejero delegado), varios, o a varios de forma conjunta.

Para que se pueda constituir el Consejo de Administración (arts. 245 a 247 LSC) debe ser convocado y constituido en forma, sus acuerdos se adoptan por mayoría absoluta (art. 248 LSC), y hay que tener en cuenta que:

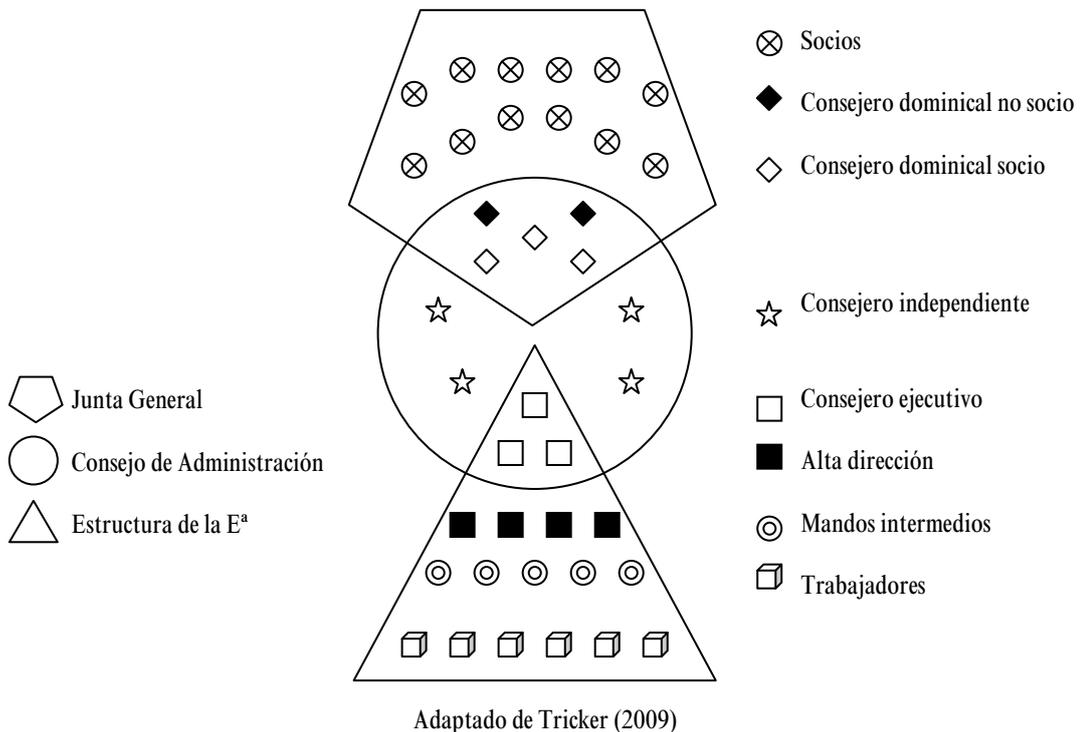
“Los miembros del Consejo individualmente carecen de facultades orgánicas. Pero poseen facultades individuales, integradas en el contenido mínimo de la gestión, de información frente al Presidente del Consejo y los demás consejeros y frente al personal de la empresa, y de investigación y de control informal, que podrán hacer efectivas mediante el acceso a los documentos, personal, establecimientos y cosas de la empresa.” (Vicent Chulia, 2004, p. 407).

La práctica demuestra que las atribuciones del Consejo son generalmente delegadas a un presidente ejecutivo, a consejero-delegado, o a una comisión ejecutiva, residiendo la administración real en los consejeros delegados:

“reduciendo prácticamente sus funciones, en el mejor de los casos, a ser una instancia de control de lo realizado por los delegados; y en el peor y más frecuente de los casos, el Consejo de Administración se convierte en una instancia de ratificación de lo llevado a cabo por los delegados. Se advierte así, en las grandes sociedades, un claro divorcio entre el modelo legal (pensado por el legislador: un Consejo que administra) y el modelo real de administración social (un Consejo que no administra, y que solo supervisa). Por lo tanto, en la

gran sociedad anónima, la competencia real de administración reside en los cargos delgados, más que en el Consejo como tal, y que son aquellos quienes de hecho ostentan el poder en el seno de la sociedad.” (Broseta y Martínez, 2011, p. 424).

Figura nº 2.1 – La organización de la empresa. Estructura del Consejo de Administración



De hecho, el Informe Olivencia, se hace eco y viene a decirnos que:

“el Consejo de Administración debe configurarse básicamente como un instrumento de supervisión y control, dirigido a alinear los planes de quienes gestionan la sociedad con los intereses de quienes aportan los recursos y soportan el riesgo empresarial.” (Olivencia, Bueno, et al. 1998, p. 17)

Esto limita el contenido del órgano de administración que hemos descrito, en lo que recomienda esta misma Comisión:

“recomienda que el Consejo asuma expresamente las responsabilidades siguientes:

- a) Aprobación de las estrategias generales de la sociedad.
- b) Nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los más altos directivos de la sociedad.
- c) Control de la actividad de gestión y evaluación de los directivos.
- d) Identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados.
- e) Determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública.” (Olivencia, Bueno et al. 1998, p. 18)

Por lo tanto existen limitaciones que presenta su funcionamiento por ser un órgano colegiado: habitualmente se delegan parte de sus competencias en alguno o algunos consejeros (art. 249 LSC), nombrando así un consejero delegado que será un consejero interno, o una comisión ejecutiva como bien nos indican Broseta y Martínez:

“en las grandes sociedades, el Consejo no puede reunirse con la frecuencia que sería deseable para el buen funcionamiento de la sociedad, ni sus miembros poseen, a veces, la competencia exigida para la gestión ordinaria (...) la experiencia pone de relieve cómo la gestión y la representación sociales tienden a sustraerse del órgano colegiado, concentrándoles en pocas manos.” (Broseta y Martínez, 2011, p. 443)

Y el Informe Olivencia viene a corroborar que:

“Con frecuencia se contempla al Consejo de Administración como un verdadero órgano de gestión, cuya función primordial es conducir los negocios ordinarios de la compañía. Sin embargo, en las sociedades que superan un mínimo de dimensión -entre las que se incluyen todas las que cotizan en Bolsa-, las funciones de gestión están fundamentalmente en manos del equipo de dirección, que trabaja bajo la autoridad inmediata del primer ejecutivo de la compañía. Y así tiene que ser necesariamente, pues el Consejo, por su funcionamiento discontinuo, por su estructura colegiada y por su carácter

deliberante, no es el órgano idóneo para llevar a cabo la administración de aquellas empresas.” (Olivencia, Bueno et al., 1998, p. 17).

Por ello hablamos de delegación orgánica de facultades cuando se delega en uno o en varios consejeros parte de las funciones propias del Consejo. Se puede nombrar uno, varios consejeros-delegados, o una comisión ejecutiva. No todas las facultades del Consejo son delegables, no lo son las de rendir cuentas a la Junta, la presentación del balance a la Junta, ni las concedidas por la Junta al Consejo. Sin esta capacidad expresa hay que hacer notar que se requiere aceptación del cargo, por lo que volvemos a establecer una relación con voluntad (entre el Consejo y el delegado), con un objeto (el ámbito de delegación), y una causa (la flexibilidad en la gestión y representación de la sociedad), en definitiva un contrato.

#### **2.1.4 – Relaciones laborales y el poder de dirección**

Como hemos visto anteriormente, la sociedad actúa mediante sus representantes, el órgano de administración, o sus delegados. Pero en las empresas existen muchas más personas que, gestiona, representan y toman decisiones. Habitualmente estas mantienen una relación, ya no mercantil como la que hemos descrito hasta aquí, sino laboral.

El marco contractual de la relación laboral es el Estatuto de los Trabajadores, y esta norma confiere al empresario el poder de dirección que le permite disponer del trabajo prestado por su cuenta, ordenar las prestaciones laborales, y organizar el trabajo en la empresa. El fundamento del poder de dirección aparece debido a que éste es de ejecución continuada, o de *tracto* sucesivo, por lo que las prestaciones exigibles al trabajador no son totalmente determinables en el momento del inicio de la relación. Por esta razón, el Estatuto de los Trabajadores regula un poder de dirección a favor del empresario que le permitirá ir concretando sus exigencias a medida que se

desarrolle la prestación laboral. El Estatuto de los Trabajadores establece tres preceptos de los que se deriva directamente este derecho del empresario:

1 – Los trabajadores prestan sus servicios “dentro del ámbito de organización y dirección” de un empresario (art. 1.1 ET).

2 – Es deber básico del trabajador “cumplir las órdenes e instrucciones del empresario en el ejercicio regular de sus funciones directivas” (art. 5.c ET).

3 – “El trabajador estará obligado a realizar el trabajo convenido bajo la dirección del empresario o persona en quien éste delegue” (art. 20.1 ET).

Los supuestos más comunes de este ejercicio son los siguientes:

a) Potestad normativa. El empresario tiene la facultad de dictar normas.

b) *Ius variandi*. Es la potestad del empresario de alterar, de manera unilateral, los límites de la prestación laboral, siempre que no supongan modificaciones sustanciales de las condiciones de trabajo, en cuyo caso, se deberá seguir el régimen jurídico regulado en el art. 41 ET.

c) Vigilancia y control del cumplimiento de las obligaciones del trabajador. El empresario puede adoptar las medidas que estime más oportunas de vigilancia y control para comprobar el cumplimiento por los trabajadores de sus obligaciones, siempre y cuando sean idóneas para la finalidad pretendida, necesarias y equilibradas<sup>28</sup> (art. 20.3 ET).

d) Verificar el estado de enfermedad o accidente del trabajador. El empresario podrá verificar el estado de enfermedad o accidente del trabajador que sea alegado por éste para justificar sus faltas de asistencia al trabajo, mediante reconocimiento a cargo del personal médico (art. 20.4 ET)

---

<sup>28</sup> STS de 5 de diciembre de 2003.

### ***El trabajador de la Alta Dirección***

La titularidad del poder de dirección corresponde al empresario. Sin embargo, el ejercicio de este poder suele delegarse en los ejecutivos, que a su vez suelen delegar parcelas de su poder en otros mandos intermedios, y así sucesivamente. Por lo que se crean las relaciones jerárquicas que se utilizan en la dirección y el control. Esta realidad está regulada, en el art. 20.1 ET.

No obstante, existe una relación laboral especial que es la que corresponde a los trabajadores de Alta Dirección. La relación laboral especial de Alta Dirección, pese a tratarse de una relación por cuenta ajena al igual que la relación laboral común, se diferencia en primer lugar en el hecho de que el alto cargo va a pasar a ejercitar facultades que, originariamente y naturalmente corresponden al empresario (a la sociedad y por delegación a sus representantes), tales como puede ser, de una parte, el ejercicio del poder de dirección y el ejercicio del poder disciplinario, todo ello derivado del uso efectivo de las facultades ejecutivas que el desempeño de tal cargo comporta.

El personal de Alta Dirección es el que ejerce poderes propios de la titularidad jurídica de la empresa, relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad. La relación laboral de Alta Dirección se basa en la mutua y recíproca confianza entre las partes<sup>29</sup>. Por ello su principal instrumento de regulación es la autonomía de la voluntad de las partes, reconociendo a las partes un amplio margen de libertad para configurar los derechos y obligaciones asumidos por cada una de ellas.

En la práctica existen ejemplos de administradores que unen a esta condición un contrato laboral. Esto es que un administrador dotado de facultades ejecutivas, que simultáneamente celebra un contrato laboral de alta dirección (R.D. 1.382/1985). Este tipo de contratos genera una serie de

---

<sup>29</sup> STCo de 5 de octubre de 1983 y STSJ de Murcia de 25 de febrero de 2002.

problemas: resulta difícil apreciar la dependencia y ajeneidad propias de toda relación laboral, la situación es rayana en la figura de la autocontratación<sup>30</sup>, no se advierte cual sería el objeto del contrato, en otras palabras, qué aporta el contrato que no esté contenido en las competencias y obligaciones como administrador. En ocasiones este régimen jurídico comporta una limitación, un quebrantamiento de la esfera jurídica del administrador, por ejemplo estableciendo altas indemnizaciones, a las que no tiene derecho por ser administrador, para cobrarlas en caso de despido/cese, limitando de esta forma el derecho a la libre revocación de los administradores recogido en la LSC (art. 223). Esta acumulación de contratos ha sido cuestionada por la jurisprudencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo<sup>31</sup>.

### **2.1.5 – El poder y la decisión**

El sistema de delegación mediante el cual se establece la dimensión jerárquica que hemos descrito en el punto anterior tiene una limitación muy importante: el ámbito interno. Esto quiere decir que estas relaciones de delegación, que se establecen en el ámbito laboral, solo tienen efectos dentro de la propia estructura de la empresa, y por ende, las decisiones que tomen estas personas no obligarán a la sociedad frente a terceros.

Por ejemplo, supongamos un presidente y consejero delegado, por lo tanto estamos hablando de un consejero ejecutivo, que hace las funciones de

---

<sup>30</sup> El autocontrato surge cuando una persona que pueda afectar con su actuación a más de un patrimonio, crea por su sola voluntad relaciones jurídicas entre ellos obrando dentro del círculo de facultades que tiene (Díez-Picazo y Gullón, 2001). Esta situación puede darse en el administrador de una sociedad que firma un contrato en nombre y representación de la sociedad con él mismo en nombre y representación propia.

<sup>31</sup> STS de 21 de enero de 1991, 13 de mayo de 1991, 3 de junio de 1991, 18 de junio de 1991, 16 de diciembre de 1991.

director general. Éste contrata a tres directores ejecutivos, bajo un contrato de Alta Dirección. Estos tres directores son: el director de producción, el director de marketing, y el director financiero. Cuando se incorporen a la empresa ciertamente podrán dirigir a las personas que están adscritas a cada uno de los departamentos, pero, el director de producción no podrá contratar ni despedir empleados, ni adquirir una nueva maquinaria; el director de marketing no podrá contratar una campaña de publicidad, ni vender y cobrar las ventas; y el director financiero no podrá seguir y sancionar las cuentas bancarias, no podrá firmar cheques, ni ordenar transferencias. Esto es así debido a que tiene poder interno, pero no externo. A pesar del contrato de Alta Dirección.

Fuera de la representación orgánica (la de los administradores o los delegados del Consejo), encontramos la representación voluntaria, el apoderamiento, que se puede conceder a cualquier persona (art. 249.1 LSC), entre los que apoderaremos por ejemplo al director financiero. Los apoderamientos podrán ser generales o singulares, y su ámbito está determinado por los estrictos términos del poder.

La actuación en nombre ajeno es un fenómeno de representación por el que una persona, el representante, actúa en nombre y por cuenta de otro, el representado, recayendo el resultado de la gestión en el ámbito del representado. Este debe ser expresado por parte del representante que actúa por cuenta del representado. Mientras que el poder es el acto legal por el cual el representado lo otorga y expresa hasta dónde llega ese poder.

En ocasiones no se adecua la actuación del representante y el apoderamiento, a esto lo llamamos el *falsus procurador* que puede conllevar varios efectos: la nulidad de la actuación (pudiendo implicar una estafa y/o el resarcimiento de daños y perjuicios), o la ratificación por parte del representado.

*La actuación por cuenta ajena requiere que el representante gestione y defienda el interés del representado, olvidándose del suyo propio.* Entre los diversos supuestos de conflicto de intereses se encuentra el autocontrato. Esta

figura se produce cuando se celebra un contrato en el que se actúa en nombre propio por un parte y en nombre de otra persona por la otra. “Parece razonable concluir que el autocontrato no es admisible en Derecho español y debe ser considerado como anulable en los casos de representación voluntaria y nulo de pleno derecho en la representación legal, salvo que resulte indudable que no hay conflicto de intereses alguno en su celebración.” (Lasarte, 2009, p. 180)

Por otra parte, en aras de agilizar el tráfico mercantil, en el artículo 286 del Código de Comercio se regula el concepto de “factor notorio”, persona que presuntamente está puesta por el comerciante (el empresario) al frente de un establecimiento, lo que justifica que actúa con autorización del propietario de la sociedad y que los poderes concedidos son los suficientes para desarrollar el tráfico del establecimiento. Así pues a un encargado de una tienda se le sobrentiende la capacidad de vender, de cobrar, de recepcionar mercancía, etc. Aunque no medie un poder mercantil (Vicent Chulia, 2004). Así se establecen los sistemas de poder (entendido como capacidad jurídica para obligar a la empresa) basados en la delegación.

Pero el hecho de delegar no solamente tiene una dimensión de agilización del tráfico mercantil. En los trabajos de Fama y Jensen (1983a y 1983b), y Jensen y Meckling (1992) estos autores mantienen, muy acertadamente como hemos visto en el Capítulo I de esta Tesis, que es conveniente delegar debido al conocimiento de la cuestión sobre la que versa la decisión, en palabras de Hayek (1945) un conocimiento *de las circunstancias particulares de tiempo y lugar* que poseen los delegados o el agente encargado de tomar la decisión. En orden a esto, Peris-Ortiz et al (2012b, p. 5) nos dicen que:

“Si el conocimiento específico es idiosincrático a una determinada tarea, y no pueden trasladarse con suficiente precisión los detalles del mismo al superior jerárquico, las opciones posibles son sólo dos: que las decisiones las tome el agente que posee el conocimiento (...) o que las tome el superior

jerárquico desde unos conocimientos insuficientes, incurriendo de este modo en costes de ineficiencia.”

Ese conocimiento específico va a contener elementos no conceptualizables, que no van a poder ser hechos explícitos, y por lo tanto no se van a poder transferir sin una pérdida importante de información (Peris-Ortiz et al. 2012c; Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Polanyi, 1962), en suma, la toma de decisiones recorre toda la estructura de la empresa, siendo eficiente la delegación de la decisión en la persona que tiene capacidad en función de sus conocimientos y habilidades para tomarla, conformando así la verdadera voluntad de la empresa, como bien nos indica el profesor J. K. Galbraith:

“en la industria moderna numerosas decisiones –y especialmente todas las importantes– se basan en información nunca poseída por un hombre solo. Lo típico es que se basen en el conocimiento especializado científico y técnico, en la información o la experiencia acumulada y en el sentido artístico o intuitivo de varias personas (...) La elaboración de decisiones por un grupo arraiga profundamente en la estructura de la empresa (...) y entonces algún poder se encontrará en manos de la persona o las personas que posean esa información. Si dicho conocimiento es muy personal, entonces su poder será grande (...) de la tendencia de la elaboración de decisiones a bajar en la organización, y de la necesidad de proteger la autonomía de grupo se sigue que las personas que ocupan puestos formalmente muy altos en una organización ejercen en realidad poderes muy limitados en cuanto a las decisiones sustantivas. Eso no significa que carezcan de poder. Un poder ciertamente menor que el fingido por la obediencia convencional, las relaciones públicas profesionales o la vanidad personal a veces. Frecuentemente se confunde la decisión y la ratificación. La primera es importante; la segunda no lo es (...) El grupo general decisorio es, en cambio, muy grande; abarca desde los funcionarios más importantes de la compañía hasta el perímetro más extenso, hasta los empleados y obreros cuya función es atenerse más o menos mecánicamente a la instrucción o a la rutina; sólo éstos quedan fuera del grupo, el cual abarca, pues, a todos lo que aportan conocimiento especializado, talento o experiencia en la elaboración de decisiones por el grupo. Este grupo es la inteligencia que guía la empresa, el cerebro de la empresa; no lo es el

*management*. No existe un nombre para designar ese grupo de todos los que participan en la elaboración de decisiones, ni para indicar la organización que forma. Propongo llamar a esa organización *tecnoestructura*.” (Galbraith, 1967, pp. 106-121)

Con todo ello se conforma la relación de agencia que definen Jensen y Meckling:

“Definimos la relación de agencia como un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal/es) contratan a otra persona (el agente) para que realice determinado servicio en su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en el agente” (Jensen y Meckling, 1976, p. 5).

Como vimos en el Capítulo I de esta Tesis en cuanto al proceso de toma de decisión, para Fama y Jensen se compone de cuatro etapas separables. Estas son la generación de propuestas, la autorización, la ejecución, y el control; y establecen el término *gestión de la decisión* que engloban la propuesta y la ejecución. Y bajo el término control de la decisión se incluye la elección de los directivos y el control (Fama y Jensen, 1983a). Esta separación se puede llevar a término, pero depende del conocimiento específico del agente. Si bien el control siempre va a ser ejercido por el que ha delegado, pues es quien se va ver afectado en su esfera de responsabilidad.

## **2.2 – El problema de agencia en la sociedades de capital españolas**

### **2.2.1 – El problema, el comportamiento humano**

En definitiva, la estructura de organizaciones basada en la delegación, y por lo tanto en la cesión de la capacidad de decidir, reduce las comunicaciones, que se limitan a transmitir la información importante para la toma de decisiones delegadas por los principales superiores, esto favorece la aparición de conductas oportunistas, que en detrimento de la organización buscan mejorar la situación del agente (Cuervo, 2008).

En cuanto a la motivación (Chiavenato, 2000) que conforma el comportamiento de los agentes, las teorías han sido muy variadas, desde el *homo economicus* de la administración científica de Taylor, donde en la motivación predomina la búsqueda de la compensación económica, a la nueva teoría de la motivación desarrollada por Mayo y Maslow, opuesta a esta última y que nos indica que el hombre no solamente está motivado por los estímulos salariales, sino también por recompensas sociales, simbólicas y no materiales. Así el profesor J. K. Galbraith cuando nos habla de la Teoría General de la Motivación nos expone lo siguiente:

“Se supone que en materias económicas los hombres actúan sólo en respuesta a una compensación pecuniaria o a la coacción (...) La compensación pecuniaria entendida como motivación es a su vez una base conceptual del principio de maximización de los beneficios tomado como finalidad única de la firma. La maximización del beneficio obtiene del mercado las mayores ganancias; esto permite a la firma comprar el esfuerzo óptimo de sus miembros (...) ocurre, desgraciadamente, que están en contradicción con la realidad. Hay, además de la compensación pecuniaria, otras dos fuerzas más, tomadas de cuatro posibles, que vinculan poderosamente el individuo a la organización. Y estos otros motivos son incompatibles con el principio de maximización de los

beneficios de la firma .../... La definición más célebre de organización sostiene que ésta es un ‘sistema de actividades o fuerzas de dos o más personas conscientemente coordinadas’<sup>32</sup> (...) cuando (...) toda la organización trabaja para fines comunes. Están todos coordinados. La motivación es el conjunto de medios o incentivos por los cuales se consigue esa coordinación, o sea, los medios o los incentivos por los cuales los individuos llegan a abandonar sus propios fines y a promover, con mayor o menor vigor, los de la organización.” (Galbraith, 1967, pp. 198-200).

Esto como nos indica el profesor J. K. Galbraith se puede conseguir de varios modos: mediante la compulsión (el no aceptar los objetivos de la organización acarrea una sanción), la motivación pecuniaria, la identificación (cuando se estima “que los objetivos del grupo son superiores a las previas intenciones que ellos tuvieran, y que se suman al grupo con esa impresión”), y la adaptación (“el individuo puede servir a la organización no porque considere los fines de ésta superiores a los suyos, sino porque espera ponerlos en mayor concordancia con éstos”), todo lo cual tiene mucho que ver con el deseo de poder) (*Ibid.*, pp. 200-201).

En definitiva:

“Cuando una persona se ve obligada a aceptar las finalidades de una organización, es improbable que considere los fines de ésta superiores a los suyos personales, por lo menos mientras tenga la sensación de estar coaccionado. El conflicto no es del todo absoluto. Los esclavos domésticos aceptaban, según se creía, los objetivos de sus dueños. Por eso no se les consideró nunca personal de confianza cuando se trataba de organizar una sublevación (...) Pero la regla general es que lo impuesto no puede ser objeto de elección. El resultado normal será la alienación, no la identificación. Siempre se ha supuesto que los siervos y los esclavos personales amaban a sus dueños y se

---

<sup>32</sup> Citado por el autor: Chester I. Barnard, *The Functions of the Executive*, Harvard University Press, Cambridge, 1958.

identificaban profundamente con los objetivos de éstos. Pero ese tópico no les ha impedido casi nunca aprovechar la primera ocasión para afirmar sus propios y muy diferentes fines, muchas veces empezando por quemar la casa del amo con sus habitantes dentro, o por alguna otra muestra análoga de disconformidad (...) Si el individuo se ve obligado a aceptar los objetivos de la organización, no los acogerá normalmente con la esperanza de acomodarlos a los suyos propios. Puesto que la aceptación es forzada, el individuo comprende que no tiene poder alguno sobre los fines que se imponen (...) La paradoja de la motivación pecuniaria consiste en que, en general, cuanto más importante es, menor es su importancia en relación con otras motivaciones (...) La compensación pecuniaria no tiene por qué ser la motivación principal de los miembros de la *tecnestructura*. También pueden ser fuerzas decisivas la identificación y la adaptación (...) Queda en pie la cuestión de cuáles son los objetivos con los que se identifican los miembros de la *tecnestructura* y cuáles los objetivos personales para los que buscan adaptación (...) los directores ejecutivos no pueden tolerar que se piense que su adhesión a las finalidades de la empresa es menos que completa, o que es diferente de su capacidad de conseguir estos objetivos. Admitir que subordina esos últimos motivos a su paga sería confesar que es un mal gerente.” (*Ibid*, pp. 203-211).

Este problema recorre todos los niveles de la organización (Jensen y Meckling, 1976), desde la primera delegación de la Junta General en el Consejo de Administración, del Consejo de Administración en los ejecutivos, de los ejecutivos en el resto del personal de Alta Dirección, del personal de Alta Dirección en los mandos intermedios, y de los mandos intermedios en los trabajadores o empleados de mayor o menor cualificación. Se producirá en toda relación de agencia en la que se delegue la decisión, esto es, a lo largo de toda la *tecnestructura* de J. K. Galbraith o toda la jerarquía de autoridad de la empresa, a no ser que domine el comportamiento propio del *stewardship* o del servidor fiel (Davis, 2005; Donaldson, 2001). Concluimos, como dice Fama, que “la empresa se concibe como un equipo cuyos miembros actúan para satisfacer sus propios intereses, pero que son conscientes de que su futuro depende de la capacidad de supervivencia de su equipo en el proceso de concurrencia con otros equipos” (Fama, 1980).

Esta situación ya fue observada por Adam Smith:

“Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular. Igual que los asistentes de un potentado, esos directivos tienden a pensar que la atención a los pequeños detalles desmerecen el honor de su señor, y fácilmente se consideran dispensados de la obligación de vigilarlos. En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado por la negligencia y la prodigalidad.” (Smith, 1776, p. 646)

En conclusión, y como vimos en el Capítulo I, el problema surge como bien explican Jensen y Meckling cuando el agente no actúa en el mejor provecho del principal, dado que ambos contratantes son maximizadores de su utilidad (Jensen y Meckling, 1976). Esto es así debido a las diferencias entre las preferencias del principal y del agente, desviándose las actuaciones del agente de los intereses del principal, dicho de otra forma, “el agente no es un perfecto agente” (Jensen, 1998).

Peris y Tarazona (1995 p. 47) clasifican en tres las formas de búsqueda del interés propio, éstas son: (1) la búsqueda oportunista relacionada con la selección adversa, en la que el agente tiende a no revelar su verdadera condición dificultando la valoración del riesgo por el principal (Williamson, 1985), y el azar moral, en el que una vez establecida la relación el agente podrá descuidar sus obligaciones hacia el principal. En cualquier caso el oportunismo, como dicen estos autores, es “la búsqueda del interés propio – aquella conducta– que utiliza para alcanzar sus intereses la simulación y el engaño”. (2) La búsqueda sencilla o normal del interés propio, en el que el agente utiliza los recursos de forma alternativa obteniendo beneficio para si mismo, pero sin incurrir en la simulación o el engaño. (3) La búsqueda débil,

en la que el agente renuncia a sus intereses individuales colaborando en el interés del grupo y obteniendo así una satisfacción<sup>33</sup>.

### **2.2.2 – El coste del problema de agencia**

Los problemas de agencia, en palabras de Peris-Ortiz et al:

“son una cuestión consustancial a todas las organizaciones (...) porque sus preferencias [de los agentes] , en general, son diferentes a las del principal, y esto hace que su conducta se desvíe de la maximización de los objetivos de la empresa. Por tanto, si no estamos seguros de que domina la inclinación a cooperar, los problemas de agencia deberán ser previstos y resueltos por la forma institucional de la empresa, por el modo en el que se diseña la organización y por cómo se ordenan los incentivos.” (Peris-Ortiz et al. 2012b, p. 4) [los corchetes son nuestros]

“Generalmente resulta imposible para el principal o el agente asegurar la optimización de las decisiones, desde el punto de vista del principal, sin incurrir en un coste”. En las relaciones de agencia, ambos (el principal y el agente) incurrirán en costes de control con la intención de limitar las desviaciones en las decisiones del agente respecto del principal, y el agente destinará recursos para asegurar al principal que no tomará decisiones en contra de sus intereses, pero aun así no se podrá garantizar que el criterio que guía al agente es el de tomar la mejor decisión para el principal (Jensen y Meckling, 1976, p. 5).

---

<sup>33</sup> En el Capítulo I, en su epígrafe 1.2 “La visión económica del comportamiento”, hemos desarrollado con mayor amplitud las diferentes formas de búsqueda del interés propio en relación con los diferentes tipos de racionalidad.

Los costes de agencia son la suma de: a) los gastos en los que incurre el principal para controlar al agente, este control incluye además de la vigilancia, los esfuerzos para controlar el comportamiento del agente utilizando restricciones presupuestarias, políticas de retribución, normas de procedimiento, etc; b) los gastos que ocasionan al agente para garantizar su fidelidad, estos son los costes que ocasiona la demostración por parte del agente de no actuar contra los intereses del principal, garantías y fianzas en este sentido; c) la pérdida residual, entendida como la reducción que experimente el principal por la decisión que busca la maximización de su beneficio y no el máximo control (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983a).

Así, la Teoría de Agencia se centra en los aspectos normativos de la relación de agencia (contratos y normas que regulan esta relación), y establece cómo el agente tendrá unos incentivos adecuados que le llevarán a tomar las decisiones que maximicen los intereses del principal (Jensen y Meckling, 1976), y en palabras de Peris-Ortiz et al:

“la cuestión aquí es o bien incurrir en *costes de ineficiencia*, o bien incurrir en *costes de agencia*. Si las tareas directivas u operativas que deben ser efectuadas requieren un conocimiento en profundidad y detallado sobre las mismas (...) Si el conocimiento puede transferirse, sin pérdida relevante de información, al nivel organizativo en el que las decisiones deben ser adoptadas, entonces es innecesario delegar y no existe problema de agencia. En caso contrario, si queremos evitar el coste de la ineficiencia, deberemos delegar e incurrir en costes de agencia (...) Los problemas de agencia, sin embargo, y los costes que conlleva su corrección o reducción, suelen ser menores que los costes de la ineficiencia.” (Peris-Ortiz et al. 2012c, p. 110)

### ***La Teoría del Stewardship***

Pero, por otra parte como hemos analizado en el Capítulo I de esta Tesis, encontramos en la literatura otra corriente, la Teoría de *Stewardship*, donde se considera que los agentes son buenos agentes, dado que tienen

interés en realizar bien el trabajo que se les encomienda, y esto les produce mayor utilidad que los comportamientos oportunistas, porque sus intereses están alineados con los de la empresa (Donaldson y Davis, 1991; Davis et al., 1997). Estamos hablando, con palabras de Peris-Ortiz et al., de “comportamientos basados en la cooperación y la administración fiel” (Peris-Ortiz et al. 2012b, p. 4) que, como veremos en el Capítulo IV, puede propiciarse mediante las relaciones entre el Consejo de Administración y la Alta Dirección de la empresa.

Esto, por tanto, supone reforzar la confianza basada en la relación contractual, poniendo de manifiesto la reducción de los problemas de agencia consiguiente y reforzando así la inclinación a cooperar de los agentes (Donaldson y Davis, 1991; Peris-Ortiz et al. 2012b; Williamson, 1993).

Davis, Schoorman y Donaldson convienen en sus trabajos que existe una relación importante entre las empresas en las que los directivos tienen alineados sus objetivos con los de las empresas, los buenos resultados, y la satisfacción de los principales (Davis et al. 1997). No obstante, una reflexión a este respecto es que aunque los agentes tomarán decisiones maximizando los intereses del principal, esto no permite eliminar completamente los costes de agencia, pues ciertamente habrá que seguir comprobando que los agentes están alineados con los intereses de sus principales.

En suma, como concluyen Peris-Ortiz et al:

“Respecto de la idea misma del *control*, desde la teoría del *stewardship* Donaldson y Davis (1991) y Davis, Schoorman y Donaldson (1997) subrayan la importancia de la cooperación entre los *altos directivos* y el *consejo de administración*, como una cuestión que puede ser más importante que el control para el funcionamiento eficiente de la empresa. Esta interesante sugerencia de la *stewardship theory*, sin embargo, puede incorporarse a la teoría organizativa de agencia de Fama, Jensen y Meckling, sin perturbarla.” (Peris-Ortiz et al. 2012c, p. 114-115).

Coincidimos plenamente en afirmar que la Teoría del *Stewardship* puede ser añadida a la Teoría de Agencia, sin ocasionar ningún problema. El agente puede desviarse o no, pero eso no está en manos del principal. En manos del principal está el establecer las medidas para evitar que esto suceda, lo que implica un coste. La investigación empírica que llevamos a cabo en el Capítulo IV muestra que ambas dimensiones relacionadas con el problema de agencia, comportamiento basado en la confianza (*stewardship*) y necesidad de control, son relevantes para resolver –o mitigar– el problema de agencia.

### **2.2.3 – El problema de agencia entre los socios y la administración**

En este epígrafe nos centraremos, desde el punto de vista de la Teoría de Agencia, en la relación que se establece entre los socios (o accionista) y los administradores de la sociedad: aquellos que ostentan la representación y tienen encomendada la gestión. Este asunto ha sido muy debatido en la literatura del *management*, dado que ha sido el tipo de relación de agencia que ha despertado más interés. Entre estos autores citamos a Jensen, Meckling y Fama (Fama y Jensen, 1983a, 1983b, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980).

Jensen y Meckling describen el problema de la siguiente forma: Siguiendo el razonamiento anterior, si una empresa es propiedad de un *individuo* éste tomará las decisiones que maximicen su utilidad. Pero si *este individuo* vende parte de sus acciones y transmite parcialmente la condición de socio, pueden aparecer divergencias entre los intereses de éste y los accionistas externos. Esto es debido a que el que ostentaba inicialmente la posición de propietario, soportará sobre su residual sólo una parte proporcional de los costes originados por su decisión, mientras que maximizará su utilidad propia

(Jensen y Meckling, 1976). Esto se puede observar de forma clara en los beneficios no pecuniarios<sup>34</sup>. Estas actividades pueden limitarse, pero es realmente difícil eliminarlas, incurriendo los accionistas externos en el coste de recursos destinados a controlar estos comportamientos (costes de agencia). A medida que la participación del anterior propietario se reduce, sus derechos sobre el residual también se reducen, y aumenta la tendencia a apropiarse de los recursos de la empresa en forma, cuanto menos, de privilegios; lo que hace necesario que los otros propietarios (accionistas) a controlen más. Pero no solamente nos encontramos ante este problema, también disminuye el incentivo del anterior propietario para, por ejemplo, la búsqueda de nuevos negocios, dado que el beneficio que obtiene de esa actividad se lo apropiará sólo en proporción a su participación en el capital (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980).

Fama y Jensen en 1983 desgranar esta relación de agencia en sus dos artículos (1983a y 1983b). En primer lugar, la relación de agencia se produce entre los socios (los que tienen el derecho sobre el residual) y aquellos en quienes se delega para tomar las decisiones. De esta forma aparecen los problemas de agencia cuando el que soporta el riesgo del residual no es el que inicia, decide y ejecuta las decisiones. Con objeto de limitar esta situación Fama y Jensen postulan que en las empresas se separe la toma de decisiones y el control de las mismas, respecto de las propuestas y ejecución (Fama y Jensen, 1983a).

Pero es importante llamar la atención en que, una vez el proceso de decisión ha sido separado de la propiedad, los agentes que están involucrados en el proceso de decisión *no recibirán sobre su esfera patrimonial el resultado de sus decisiones*. Lo que obligará a los principales a controlarles. Podríamos

---

<sup>34</sup> Si el anterior propietario carga una comida a la cuenta de la empresa, los socios y él participan del gasto en igual proporción, pero la utilidad de la comida la disfrutará el anterior propietario.

pensar que esta delegación es una fuente de problemas, y lo es; pero es sin duda también una fuente de soluciones, pues como hemos mencionado *ut supra* la delegación va a permitir que se tomen las decisiones por las personas con la información, los conocimientos y medios oportunos, a lo largo de toda la *tecnoestructura* de J.K. Galbraith, siendo esto más deseable que la toma de la decisión por parte de una persona que no posee el conocimiento específico para ello (el propietario o el directivo, cuya cualificación puede que no esté relacionada con el conocimiento necesario para la decisión) . De este modo los beneficios de delegar son mayores que los costes de agencia que ocasionan. En palabras de Peris-Ortiz et al:

“En la corrección del problema de agencia se espera que el resultado de la forma institucional y del diseño de la organización sea el control del comportamiento de los agentes, en los diferentes niveles jerárquicos y en las diferentes áreas de la empresa (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a, b, 1985; Jensen y Meckling, 1992). E incluso si presumimos que domina la inclinación a cooperar, la existencia de formas de control organizativo e institucional resultará indispensable para asegurar el buen funcionamiento de los empleados (o agentes). Como dice Williamson (1992) con un lenguaje diferente, la confianza, aunque ya exista, queda reforzada cuando se apoya en una relación contractual formal. En el caso de la Teoría de Agencia la confianza y la inclinación a cooperar, aunque existan, quedarán reforzadas y garantizadas por los controles institucionales y organizativos.<sup>35</sup>”

Lo que entiende la literatura de agencia como forma institucional de la empresa es la distribución y asignación de derechos a los diferentes miembros de la organización o empresa. Más concretamente, la asignación de derechos de propiedad o derechos sobre el residual, la asignación de derechos de control, y la asignación de derechos de decisión. Según cómo se haga esta asignación de derechos (o cómo se establezcan los mecanismos formales mediante los cuales

---

<sup>35</sup> Éste es, exactamente, el resultado obtenido en el estudio empírico de esta Tesis (Capítulo IV).

actúan los diferentes grupos de agentes), tendremos una u otra forma jurídica e institucional de la empresa, y uno u otro tipo de empresa en la que quedan definidas de diferente modo las funciones del empresario o de los directivos (Peris-Ortiz, Rueda Armengot y Gil Pechuán, 2012a).” (Peris-Ortiz et al. 2012c, p. 111).

Según los trabajos de Fama y Jensen, con el fin de tener un mecanismo que controla el problema de agencia, proponen la separación de derechos<sup>36</sup>, y se establece que la estructura de los derechos se distribuye de la siguiente manera en los dos primeros escalones contractuales de la empresa (Fama y Jensen, 1983a):

1º Los socios (propietarios o accionistas) mantienen el derecho sobre el residual.

2º El Consejo de Administración realiza la función de control (derecho de control)

3º Los directivos asumen la función de toma de decisiones (derecho de decisión).

El párrafo anteriormente citado de Peris-Ortiz et al (2012c, p. 111) describe perfectamente esta asignación y distribución de derechos.

Pero, cuando analizamos como hemos hecho en otros epígrafes, ninguno de estos agentes y principales se vacía de su contenido para delegarlo sobre el siguiente, y si lo hacen es por la apatía. Estamos hablando, por ejemplo, de los socios cuando asumen únicamente el papel de cortadores del cupón. Sin duda la Ley de Sociedades de Capital en España tiene presente el problema de agencia, y estructura los órganos de gobierno con objeto de limitarlo, tanto por la cuestión de limitar la delegación de alguno de esos órganos, como por

---

<sup>36</sup> Podemos observar cierta analogía con la separación de poderes en el Estado moderno planteada en el S. XVIII por Montesquieu, Rousseau y Locke.

la asunción de facultades exorbitantes de los otros. De hecho el mismo Informe Olivencia describe el estado en el que se encuentran las Juntas Generales de las empresas abiertas, corroborando –por lo menos aparentemente– las tesis de Fama y Jensen:

“el examen del papel de la Junta General como foro de los accionistas para expresar sus puntos de vista y censurar la gestión social desborda los límites del encargo recibido, esta Comisión no puede ignorar una evidencia incontestable, y es que la efectividad de la Junta General de las sociedades cotizadas como instrumento de control y decisión está sujeta a muchas limitaciones estructurales. La experiencia muestra, en efecto, que la mayor parte de los accionistas ordinarios se desentiende de las tareas de la Junta; y la ciencia enseña, además, que esta actitud es económicamente comprensible a causa de los problemas de "apatía racional" (frecuentemente el coste de participar en la asamblea es superior al rendimiento que puede obtenerse) y de "acción colectiva" (no es posible coordinar las iniciativas individuales de los accionistas dispersos, y, en esa tesitura, no hay incentivos para realizar esfuerzos que fundamentalmente aprovecharán otros). Nada tiene de extraño, por ello, que la Junta haya quedado reducida en muchas ocasiones a una reunión protocolaria o simplemente rutinaria.” (Olivencia, Bueno, et al., 1998, p. 51)

Pero, entonces, *¿quién domina (y controla) las sociedades?*, ya Fama lanzó la piedra: *tenemos que “desterrar la idea tan extendida de que la empresa es propiedad de sus accionistas”* (Fama, 1980, p. 290), y Broseta y Martínez la concretan en vistas a la realidad española:

“las grandes sociedades anónimas, han consagrado de *facto* un fortalecimiento del poder personal de los administradores en detrimento del poder de control de la Junta general, hasta el punto de que son los administradores quienes controlan aquella (lo que en la década de los sesenta se dio en llamar *manager’s revolution*). El fenómeno se debe a varias causas. En primer lugar, al hecho de que corresponde a los administradores la dirección de la explotación de la empresa. En segundo lugar, a que la complejidad de la gestión y de los asuntos sociales privan a los miembros de la Junta de los conocimientos técnicos que les permitan ejercer una labor de fiscalización

eficiente de la marcha de la sociedad y la labor de los administradores<sup>37</sup>. Finalmente, porque el progresivo abstencionismo (que cabría calificar de “racional”) de los pequeños accionistas inversores que no asisten a las Juntas Generales (conscientes de su impotencia) dejan en manos de los grupos accionariales de control (frecuentemente ligados a los administradores) las decisiones relativas a la explotación económica del objeto social y al normal funcionamiento de la sociedad” (Broseta y Martínez, 2011, p. 423-424).

Entonces, si la empresa no es controlada por los accionistas, y en todo caso el dominio sobre ella lo ejercen los grandes grupos accionariales vinculados con los administradores, *¿Qué papel juega el accionista ordinario en estas grandes compañías abiertas?* Estos razonamientos nos llevan a pensar que el accionista ordinario es una persona que aporta fondos, cuya retribución deja en manos del *verdadero principal* que podemos identificar con *los grandes grupos accionariales* y, por delegación de estos, con el Consejo de Administración.

---

<sup>37</sup> Subyacen aquí los niveles de conocimiento específico y de conocimiento tácito propio del conocimiento especializado de los *managers* que, como hemos argumentado en el Capítulo I, obliga a delegar.

### **2.3 – Mecanismo para reducir el problema de agencia entre el órgano de administración y el resto de la estructura de la empresa. El control interno**

Como hemos visto anteriormente, en los puntos que tratan sobre las relaciones laborales y el poder de dirección el problema de agencia recorre toda la organización, toda la *tecnoestructura* de J. K. Galbraith. Una de las principales diferencias de las relaciones que surgen entre los socios y el órgano de administración y entre directivos y subordinados en la jerarquía de la empresa, es el cambio en el tipo de relación: una está situada en el plano mercantil, mientras que la otra relación, la interna, está situada en el plano laboral. En cualquier caso, hemos visto cómo el *órgano de administración (el Consejo)* debe controlar toda la organización. La pregunta que nos hacemos es: ¿qué mecanismos utiliza el órgano de administración para reducir el problema de agencia en la organización?, puesto que es el responsable de la misma frente a sus propietarios y a sus relaciones con el exterior. Dicho de otra forma, cómo se asegura el órgano de administración que sus directrices son seguidas por la organización y no se produce una disociación entre el órgano de administración y el resto de la organización. Para ello, además de la *distribución de derechos* y la *supervisión directa* como mecanismo de coordinación y control que impone la propia jerarquía, donde se responsabiliza al supervisor de las tareas llevadas a cabo por el supervisado (Mintzberg, 1979), se utilizan los procesos de *control reforzados por los departamentos de auditoría interna*.

#### ***El control interno***

El principal de los documentos que se ha elaborado por expertos sobre el control interno es el Informe COSO (1997), donde se define como:

“un proceso efectuado por el Consejo de Administración, la dirección y el resto del personal de una entidad, diseñado con el objeto de proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de objetivos dentro de las siguientes categorías: (a) eficacia y eficiencia en las operaciones, (b) fiabilidad de la información financiera, (c) cumplimiento de las leyes y normas aplicables” (Coopers & Lybrand, 1997, p. 16)

Sin duda el control interno es responsabilidad de todos los miembros de la organización, y puede ayudar a que una empresa llegue donde quiere ir evitando problemas, y entre estos problemas está el de agencia. Generalmente casi todos los trabajadores de una empresa producen información y realizará funciones de control interno, pero es el director general o primer ejecutivo quien normalmente asume la titularidad del sistema de control, organizando la responsabilidad en cascada. En este sistema los auditores internos evaluarán la eficacia de los sistemas de control internos según su posición jerárquica en la organización y su autoridad, realizando así un papel importante de supervisión (Coopers & Lybrand, 1997). Los técnicos y expertos que lleva a cabo el trabajo de auditoría interna son parte de lo que Mintzberg denomina *tecnoestructura*.

### ***La auditoría interna***

Otra de las herramientas con las que cuenta el órgano de administración para reducir el problema de agencia son los *departamentos de auditoría interna*. Estos departamentos son unidades compuestas por miembros de la propia entidad auditada; independientes y dotados del máximo nivel jerárquico posible, que realizarán valoraciones sobre determinadas áreas, actividades, o sobre toda la organización, con el objetivo de mejorar la gestión. El departamento de auditoría interna únicamente rinde cuentas ante el máximo nivel jerárquico de la organización, y actúa por delegación del Consejo (Herrador y San Segundo, 2005; Hevia, 2006) Según las propias *Normas para el ejercicio profesional de la auditoría interna* (AII, 2006), en su introducción define la auditoría interna como:

“una actividad independiente y objetiva de aseguramiento y consulta, concebida para agregar valor y mejorar las operaciones de una organización. Ayuda a una organización a cumplir sus objetivos aportando un enfoque sistemático y disciplinado para evaluar y mejorar la eficacia de los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno” (AII, 2006, p. 25)

Y demás, en su norma de desempeño número 2130 se explicita que:

“La actividad de auditoría interna debe evaluar y hacer las recomendaciones apropiadas para mejorar el proceso de gobierno en el cumplimiento de los siguientes objetivos:

- Promover la ética y los valores apropiados dentro de la organización.
- Asegurar la gestión y responsabilidades eficaces en el desempeño de la organización.
- Comunicar eficazmente la información de riesgo y control adecuadas de la organización.
- Coordinar eficazmente las actividades y la información de comunicación entre el Consejo de Administración, los auditores internos y externos y la dirección.” (IIA, 2006)

Todo ello hace de la auditoría interna una fuente de información para el Consejo de Administración y la Alta Dirección al que informará sobre los riesgos relevantes, cuestiones de control, de gobierno corporativo u otras requeridas por el Consejo, como se cita en la norma de desempeño 2060 (IIA, 2006), y en la misma línea apunta el Informe Olivencia.

Así, los departamentos de auditoría interna se configuran como un elemento de la *tecnoestructura* de Mintzberg que recorren la organización proporcionando información y comprobando el cumplimiento de los sistemas de control interno por parte de los miembros de la organización, informando al Consejo de Administración y a la Alta Dirección, y mitigando el problema de agencia.

## **2.4 – Mecanismos para reducir el problema de agencia entre el socio y los administradores, y/o entre accionistas minoritarios y mayoritarios**

### **2.4.1 – Mecanismos del mercado**

Uno de los mecanismos que reducen el problema de agencia es la existencia de mercados, tanto de agentes, como de principales (o accionistas). Así, un principal que no esté conforme con la gestión de la empresa, o con los acuerdos de ésta, puede acudir al mercado con objeto de vender su participación. Esto es aparentemente fácil, pero como hemos comprobado solamente va a ser posible en sociedades abiertas, pues de lo contrario el capital del socio puede quedarse cautivo y a disposición de los administradores, al no poder enajenarlo; bien por las limitaciones estatutaria establecidas, bien por la falta de demanda de los títulos (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Fama, 1980).

Esto también opera en sentido contrario. Si una empresa está mal gestionada de forma que su valor es superior a su precio, aparecerán las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) por las que un grupo de inversores adquirirán títulos para controlar la empresa, para cambiar a los administradores y gestionarla. Ello se producirá *siempre y cuando el órgano de administración no controle, o represente, a la mayoría del capital de social, pues entonces este mecanismo quedaría estéril* ya que la mayoría no vendería los títulos y los administradores que gestionan no serían removidos de sus puestos. Ello contradice la posición de Fama en su trabajo de 1980 (p. 290), cuando nos dice que tenemos que “desterrar la idea tan extendida de que la empresa es propiedad de los accionistas”. En este caso la empresa no sólo es de los accionistas, es propiedad *del o de los accionistas mayoritarios o de un grupo organizado de accionistas significativos que controlan la empresa.*

Por otra parte existe un mercado de administradores (directivos), que arriendan su patrimonio, el capital humano, y el valor futuro de ese capital tendrá relación con el éxito o fracaso de la empresa (Fama, 1980). Además, dado que tendrán interés en incrementar su capital humano y la retribución que pueden obtener por un trabajo eficiente, habrá entre los miembros del órgano de administración un forma de interacción que contribuye a que se controlen mutuamente (o *control mutuo*) (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Peris-Ortiz et al. 2012b, 2012c; Arruñada, 1998).

Para favorecer estos sistemas de control mutuo es conveniente la inclusión en los Consejos de Administración de consejeros independientes, asunto muy importante para el Informe Olivencia, que los define de la siguiente forma:

“aquellos consejeros que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los núcleos accionariales de control que más influyen sobre éste. (...) esas notas se completan con la de experiencia, competencia y prestigio profesional, que han de ser siempre características del consejero independiente. (...) son los llamados a formar parte del Consejo de Administración en razón de su alta cualificación profesional y al margen de que sean o no accionistas (...) están llamados a representar los intereses del capital flotante (accionistas ordinarios) (...) han de velar también por la independencia respecto de los grupos accionariales de control que puedan ejercer influencia sobre el equipo ejecutivo.” (Olivencia, Bueno, et al., 1998 p. 20, 22, 37)

Lo que conlleva un problema de selección, éste debe “cuidar de asegurar que el consejero independiente no se vea afectado por relaciones o intereses que puedan comprometer su capacidad para ejercer su juicio con imparcialidad y objetividad” aunque los métodos de nombramiento “abrigan dudas sobre la posibilidad de ser verdaderamente independiente de quienes procuran su nombramiento.” (Olivencia, Bueno, et al, 1998). En cuanto al perfil:

“no hay un perfil único de consejero independiente. Por ello, no resulta aconsejable seleccionarlos exclusivamente de entre personas que hayan sido o

sean ejecutivos significados de otras compañías, aunque esta procedencia les cualifique especialmente para orientar la estrategia y llevar a cabo con efectividad la función de supervisión. Es también conveniente incorporar personas de otra extracción profesional. Con ello, además de evitarse el riesgo de las "consejerías cruzadas", se logra que el Consejo se enriquezca con puntos de vista diferentes y con la aportación de experiencias plurales” (Olivencia, Bueno, et al., 1998, p. 36)

También se ha suscitado si estos consejeros deben tener, o no, participación en el capital, una participación no significativa se entiende; y ante esto el Informe Olivencia nos dice que “todo lo contrario. La Comisión estima muy deseable esa participación con el fin de incrementar la motivación del consejero y reforzar su alineamiento con los intereses de los inversores.”

#### **2.4.2 – La retribución**

En cuanto a la retribución, éste es uno de los principales mecanismos para incentivar al agente (administrador u otro subordinado) (Eisenhardt, 1989). Lo primero que hay que decir es que será asignada por la Junta General (la voluntad del principal), aunque no hay un límite máximo para establecer la remuneración de los administradores. Esto puede generar situaciones de abuso, especialmente cuando una mayoría de los miembros del Consejo utilicen su mayoría en la Junta para asignarse emolumentos desproporcionados con respecto a su función.

Los sistemas de retribución más habituales son:

1 – Participación en los beneficios, con lo que se estimula a los miembros del órgano de administración al vincular su retribución con los resultados de

la empresa, aunque, para proteger los derechos de los socios se establecen algunas limitaciones y por lo tanto la retribución solo podrá ser detraída de los beneficios líquidos después de estar cubierta la reserva legal<sup>38</sup>, la estatutaria, y reconocer un dividendo del 4%. En el caso de la SL no podrá ser superior del 10% de los beneficios repartibles entre los socios (art. 218 LSC).

2 – Opciones sobre acciones (*stock options*), destinadas a que los directivos y administradores participen en la sociedad, pretenden incentivar el compromiso y fidelidad a ésta. Se liga la retribución al incremento del valor de la sociedad (art. 219 LSC).

3 – Dietas, mediante las cuales se retribuye la asistencia al Consejo de Administración. Éstas son un gasto y pueden ser percibidas aunque la sociedad esté en pérdidas.

4 – Retribución fija. Esta retribución la pueden recibir de forma mensual, trimestral, semestral, o por ejercicio. Hay que diferenciar entre la cantidad fija por el cargo societario, de aquella retribución por otros empleos remunerados en la propia sociedad. También supone un gasto y puede ser percibida aunque la sociedad esté en pérdidas.

5 – Retribuciones en especie, más habituales. Las retribuciones en especie no se efectúan en metálico y pueden ser el uso y disfrute de un vehículo de empresa, pólizas de seguro, uso de una vivienda, préstamos a tipos de interés por debajo del de mercado, tarjetas de crédito, etc.

Existen otras formas de retribución como por ejemplo la participación en la cifra de negocios. Ésta no se utiliza habitualmente, aunque todo depende de qué comportamiento se quiera estimular; esta fórmula es, cuanto menos, peligrosa.

---

<sup>38</sup> A la reserva legal, en mínimos, se destina el 10% del beneficio hasta que la reserva alcanza el 20% del capital social.

### **2.4.3 – Aspectos normativos del control en la relación entre socios y/o entre socios y administradores**

Como hemos podido comprobar a lo largo de la exposición, el Ordenamiento Jurídico tiende a establecer mecanismos para controlar el problema de agencia que surge entre los socios y los administradores. Si bien la Teoría de Agencia hace hincapié en la complejidad y coste, tanto de hacer los contratos y cómo de hacerlos cumplir (Fama y Jensen, 1983a, 1983b), nuestro legislador, en España, también contempla estas cuestiones, de tal forma que el “contrato” por el que se encarga la administración de la sociedad, aunque deja una cierta libertad en el plano de la retribución, establece, mediante la Ley de Sociedades de Capital el objeto, la causa, y otras tantas “cláusulas” que van encaminadas a mitigar el problema de agencia, aunque no se explicita como tal; y también las acciones que van a permitir el “hacer cumplir”, todo ello publicado mediante el Boletín Oficial del Estado para que nadie tenga dudas sobre la obligación de conocerlos. En este caso los mecanismos los hemos clasificado en tres grupos: los de información encaminados a que el socio tenga capacidad de informarse sobre la sociedad de la que posee el capital; de interés, mecanismos que intentan alinear el comportamiento de los administradores con los de los socios, y en un grado teórico con los de la organización; y de acción de los socios, o mecanismos limitadores de la actuación de los administradores.

#### ***De información***

Como hemos mencionado anteriormente, el derecho de información del accionista se encuentra enmarcado en el hecho de que pueda emitir su voto en la Junta General, así la LSC en su artículo 197 establece que el accionista podrá solicitar las informaciones y aclaraciones sobre los asuntos comprendidos en el orden del día de la Junta General, formulando por escrito las preguntas que considere oportunas (hasta el día séptimo antes de la

celebración de la Junta), y los administradores tienen obligación de contestar hasta el día de la Junta. Además los socios también podrán solicitar verbalmente las informaciones y aclaraciones durante la Junta, y si los administradores no pudieran contestarlas, deberán contestarlas por escrito en el plazo de siete días. Todo ello con una limitación, que el Presidente de la Junta considere que esta información perjudique el interés societario, aunque esta limitación no rige si el principal solicitante ostenta el 25% del capital social. En el caso de las SL, funciona igual que en la Sociedad Anónima, salvo que no se establece la restricción de los días (art. 196 LSC),

El derecho de información no resulta muy efectivo sin la Junta General, por ello los administradores tienen el deber de convocar (art. 167 LSC), como mínimo la Junta General ordinaria, para aprobar la gestión social (su labor), las cuentas anuales (estado económico y resultados), y resolver sobre la aplicación del resultado (la atribución del residual anual o dividendos), esta Junta deberá convocarse durante los seis primeros meses de cada ejercicio (art. 164 LSC). Los accionistas que ostenten un mínimo del 5%, podrán (1) bien solicitar a los administradores que convoquen una Junta, o bien (2) solicitar que se incluya en la convocatoria uno o más puntos en el orden del día (art. 172 LSC).

Uno de los puntos a tratar en la Junta General será la aprobación de las Cuentas Anuales, y en su caso del Informe de Auditoría<sup>39</sup>. Las Cuentas Anuales deberán ser formuladas por los administradores, que deberán firmarlas. Si faltase la firma de alguno de ellos se señalará con expresa justificación de causa (art. 253 LSC). Las Cuentas Anuales están conformadas

---

<sup>39</sup> El Informe de Auditoría, consiste en comprobar que las cuentas anuales ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad, así como verificar la concordancia de informe de gestión con las cuentas anuales del ejercicio (art. 268 LSC). Las empresas obligadas a efectuar auditoría son aquellas en que durante dos ejercicios consecutivos concurren dos de tres de las siguientes circunstancias: a) el total de partidas del activo supere 2.850.000 Euros, b) el importe neto de la cifra de negocios supere 5.700.000 Euros, c) el número medio de trabajadores supere 50.

por el Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, el Estado de Cambios de Patrimonio Neto, el Estado de Flujos de Efectivo y la Memoria<sup>40</sup> (RD1514/2007). La LSC va a conceder cierta relevancia al contenido de la memoria para informar sobre algunos tipos de operaciones (art. 260 LSC) como son: a) las transacciones significativas entre la empresa y terceros vinculados<sup>41</sup>, indicando naturaleza e importe de la transacción; b) el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones devengados por el personal de Alta Dirección y miembros del órgano de administración, así como las obligaciones asumidas por ellos en concepto de garantía.

Desde la convocatoria de la Junta, el órgano de administración, a petición de cualquier socio, deberá entregar, de forma inmediata y gratuita, todos los documentos que vayan a ser sometidos a aprobación en la Junta, entre ellos las Cuentas Anuales, y en el caso de que sea preceptivo el Informe de Gestión, el Informe de Auditoría (art. 272 LSC). Además se refuerza en el caso de la SL, permitiendo al socio con más del 5 % visitar el domicilio social junto con un experto contable para revisar los documentos que sirvan de soporte y antecedentes de la información contable.

---

<sup>40</sup> En su forma normal (arts. 257 y 258 LSC)

<sup>41</sup> Entendiendo por personas vinculadas las del art. 231 LSC: "Personas vinculadas a los administradores. 1. A efectos de los artículos anteriores, tendrán la consideración de personas vinculadas a los administradores: a) El cónyuge del administrador o las personas con análoga relación de afectividad. b) Los ascendientes, descendientes y hermanos del administrador o del cónyuge del administrador. c) Los cónyuges de los ascendientes, de los descendientes y de los hermanos del administrador. d) Las sociedades en las que el administrador, por sí o por persona interpuesta, se encuentre en alguna de las situaciones contempladas en el apartado primero del artículo 42 del Código de Comercio. 2. Respecto del administrador persona jurídica, se entenderán que son personas vinculadas las siguientes: a) Los socios que se encuentren, respecto del administrador persona jurídica, en alguna de las situaciones contempladas en el apartado primero del artículo 42 del Código de Comercio. b) Los administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores, y los apoderados con poderes generales del administrador persona jurídica. c) Las sociedades que formen parte del mismo grupo y sus socios. d) Las personas que respecto del representante del administrador persona jurídica tengan la consideración de personas vinculadas a los administradores de conformidad con lo que se establece en el párrafo anterior.

Dada la importancia de la Junta General, se suspenden los derechos de las acciones o participaciones adquiridas propias o de la sociedad dominante (142LSC), pues su representación teórica estaría en manos del órgano de administración, pudiendo intervenir así, con ventaja, en la voluntad de la Junta General.

### *De intereses*

Con la intención de intentar alinear los intereses de los administradores y los socios, o por lo menos proteger a estos últimos, el legislador establece imponer una serie de deberes de los administradores, en el marco de “desempeñar su cargo con la diligencia de un ordenado empresario” (art. 225 LSC), “como un representante leal en defensa del interés social, entendiendo como interés de la sociedad cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos” (art. 226 LSC).

Los administradores están obligados a informarse diligentemente sobre la marcha de los asuntos sociales (art. 225.2 LSC); no puede invocar su condición, ni emplear el nombre de la sociedad, para realizar operaciones por cuenta propia o de personas vinculadas a él (art. 227 LSC); tampoco podrá realizar operaciones en beneficio propio o de personas vinculadas con él ligadas a los bienes de la sociedad de las que haya tenido conocimiento mediante su cargo, salvo que la sociedad desestime la inversión sin mediar influencia del administrador (art. 228 LSC).

Se impone a los administradores la obligación de comunicar al Consejo cualquier conflicto de intereses que pudiera tener con la sociedad, debiendo abstenerse de intervenir en ésta (art. 229 LSC); debiendo de comunicar su participación en otras sociedades con un objeto social idéntico, análogo o complementario, debiendo incluir esta información en la Memoria (art. 229.1 LSC). En el caso de la SL, cuando un administrador mantuviera cualquier clase de relación de prestación de servicios o de obra con la sociedad, requerirá acuerdo de la Junta General (art. 220 LSC)

También se impone a los administradores la prohibición de competencia, esto es que “no pueden dedicarse, por cuenta propia o ajena, al mismo, análogo o complementario género de actividad” que el de la sociedad, salvo autorización de la Junta General (art. 230 LSC).

Además también se les impone el deber de secreto (art. 225.2 LSC), incluso después de cesar en sus funciones, estando obligados a guardar secreto de aquellas informaciones, datos, etc. que conozcan como consecuencia de su cargo, sin poder ser comunicadas a terceros o ser divulgadas cuando pudieran ser perjudiciales para el interés social.

Por último, señalar una de las competencias de la Junta General de la Sociedad Limitada. Se requerirá acuerdo de la Junta para conceder préstamos, o créditos, prestar garantías, anticipar fondos y facilitar asistencia financiera a sus socios y administradores (art. 162 LSC).

#### *Acciones en manos de los socios*

Todos los mecanismos anteriormente descritos no dejan de ser un brindis al sol si no vienen acompañados de una serie de acciones en manos de los socios para poder ejecutar su control. Alchian y Demsetz nos indican que “sólo se puede ‘penalizar’ negando la celebración de negocios futuros o llevando a los tribunales cualquier incumplimiento de los términos del contrato” (Alchian y Demsetz, 1972, p. 777).

En primer lugar, y hablando de la negación a celebrar negocios futuros, hay que decir que el cese puede ser producido en cualquier momento, tanto por voluntad de la Junta, o bien por estar incurso en alguna prohibición legal (a solicitud de cualquier socio), o por tener intereses opuestos a los de la sociedad, e incurrir en prohibición de competencia (art. 223, 224 y 230 LSC).

En segundo lugar, en el caso de que los administradores, estando obligados, no convocaran la Junta (artículo 169 de la LSC), se podrá

convocar judicialmente a petición de los socios al Juzgado de lo Mercantil competente.

En tercer lugar, los administradores (control mutuo) y los socios que representen un 5% del capital social, podrán impugnar los acuerdos nulos o anulables de los órganos sociales (art. 251 LSC), estos acuerdos son los contrarios a la Ley, a los estatutos, o que lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros (arts. 204 a 208 LSC).

En cuarto lugar, la responsabilidad. Los administradores realizan multitud de actos y operaciones en nombre de la sociedad, y su actuación puede causar daño a los intereses de ésta, a los accionistas, a los terceros, por lo que se establece un régimen de responsabilidades al margen de la legislación penal, fiscal o administrativa (Broseta y Martínez, 2011). Los administradores responden frente a la sociedad, los socios y los acreedores sociales de los daños causados por actos u omisiones contrarias a la Ley, a los estatutos, o por los realizados incumpliendo el conjunto de deberes inherentes al cargo de administrador (art. 236.1 LSC). Esta responsabilidad es solidaria entre los miembros de la administración que realizó el acto lesivo, estableciendo como elemento de exoneración de esta responsabilidad aquellos que: no intervinieron ni en la adopción ni en la ejecución, o que desconocían su existencia, o los que en caso de conocerla hicieron todo lo conveniente para evitar el daño, o se opusieron expresamente a ella (art. 237 LSC). Los legitimados (art. 238 LSC) para establecer la acción de responsabilidad son, la sociedad (en acuerdo de Junta General, y que puede ser adoptado incluso sin figurar en el orden del día), los acreedores cuando el patrimonio resulte insuficiente para satisfacer sus créditos (art 240 LSC), o directamente los socios con más de un 5% que hubieran solicitado una Junta para votar la acción de responsabilidad y no hubiera sido convocada por los administradores (art. 239 LSC). Todo ello sin perjuicio de la acción de responsabilidad que el socio puede instar por lesionar directamente sus intereses (art. 241 LSC).

A modo de nota hay que decir que también existe otra responsabilidad que va más allá de la responsabilidad regulada en la Ley de Sociedades de Capital, y es la responsabilidad penal que va a suponer una garantía adicional debido a las penas que ocasiona. Enunciaremos los delitos societarios recogidos en el Capítulo XIII del Título XIII –Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico– en los que menciona especialmente a los administradores: falseamiento de cuentas (art. 290 CP), imposición de acuerdos abusivos (art. 291 CP), negación o impedimento del ejercicio de los derechos sociales (art. 293 CP), y administración fraudulenta (art. 295 CP).

## **2.5 – Revisión y planteamiento de proposiciones**

A la vista de lo argumentado en este Capítulo, realizando un análisis del problema de agencia en el marco institucional español de las sociedades de capital, tenemos que apuntar la importancia del marco que va a modular y establecer algunos sistemas encaminados a reducir el problema de agencia. Así, hemos observado que la Ley, permitiendo hasta cierto punto la disposición de la voluntad de las partes, regula aspectos significativos de esta relación de forma imperativa. La Ley (LSC) no menciona de forma explícita el problema de agencia, pero la teoría subyace de forma tácita a lo largo de ella con una clara protección hacia el socio, y estableciendo limitaciones y deberes en las actuaciones del administrador.

Hemos comprobado en nuestro análisis que los sistemas de separación de derechos propuestos por Fama y Jensen (1983a y 1983b), están integrados en la norma, aunque bajo un sistema de responsabilidad en el que la cesión del derecho de decisión conlleva un obligación de control por parte del principal, además de establecer una serie de límites en el sistema de delegación que impiden a los principales vaciarse completamente de su derechos en beneficio del agente. Así el marco institucional normativo establece ciertos mecanismos de control para la protección del principal (socio): (a) como es la reunión anual (Junta General) para aprobar las Cuentas Anuales y la gestión del agente (administración), (b) sistemas de limitación en la retribución del agente, (c) el intento de la norma legal en alinear los intereses del agente con el interés del principal (como el deber de desempeñar el cargo con diligencia), y (d) la responsabilidad solidaria entre los agentes, basada en el sistema de control mutuo. Hay que matizar que estos mecanismos se efectúan *ex post*, esto es que la norma actúa sobre los actos en los que se proyecta el problema de agencia, en suma, el resultado de la acción llevada a cabo por el agente contra los intereses del principal, pues éste es el comportamiento observable.

En el modelo de gestión –control y solución– aportado por Fama, Jensen y Meckling subyacen ciertas similitudes y diferencias con el modelo de competencia perfecta de la Teoría de la Firma. En primer lugar respecto de las grandes Sociedades Anónimas, se supone una fragmentación del capital cuasiperfecta que evita los grupos de poder y la existencia de consejeros dominicales, supuesto análogo al de empresas homogéneas e infinitamente pequeñas con respecto al mercado en competencia perfecta. En segundo lugar se supone que existen mecanismos que permiten a los directivos obtener la información relevante (aunque no *toda* ni *sin costes*, como en el modelo de competencia perfecta) respecto del ámbito interno de la empresa. En tercer lugar, la separación y asignación de *derechos de decisión* entre los diferentes agentes (o entre el principal y los agentes), actúa de forma análoga a la competencia del mercado, evitando las situaciones de poder indeseables (aquellas que no benefician al *principal*).

Por otra parte, al aplicar la Teoría de Agencia desarrollada por Fama, Jensen y Meckling en el marco institucional español, se han observado ciertas diferencias:

En primer lugar Fama y Jensen entienden como sociedades abiertas aquellas que no tienen limitación en la transmisión de los títulos, aceptando que existe un mercado para ellos. A lo largo del nuestro estudio hemos llegado a la conclusión de que la sociedad abierta es aquella en la cual sus títulos no tienen limitaciones para su transmisión, porque existe un mercado líquido que permite enajenar los títulos de una forma inmediata y sin pérdida significativa de valor.

En segundo lugar, Fama y Jensen proponen, como mecanismo de control para el problema de agencia, al propio mercado, pues cuando una empresa está mal gestionada de forma que su valor sea superior al precio, grupos de inversores plantearán OPAS (ofertas públicas de adquisición) para adquirir los títulos, controlar la empresa, y cambiar al órgano de administración. Pero a lo largo del Capítulo hemos podido comprobar que únicamente se producirá *siempre y cuando el órgano de administración no*

*controle, o represente, a la mayoría del capital social, pues entonces este mecanismo quedaría estéril:* la mayoría no vendería los títulos y los administradores que gestionan no serían removidos de sus puestos.

Con todo ello, y no obstante la exposición de la legislación llevada a cabo en este Capítulo, tanto con respecto al contrato de la sociedad como con respecto a los socios y el órgano de administración (o Consejo de Administración), pueden formularse dos proposiciones que serán objeto de investigación en los siguientes Capítulos:

Proposición 1:

Existe un problema de agencia entre Consejo de Administración y Alta Dirección, cuya resolución dependerá de la vinculación efectiva entre los miembros del Consejo y la Alta Dirección de la empresa (relaciones de confianza y cooperación) o del control del Consejo de Administración sobre la Alta Dirección.

Esta proposición se concreta en las Hipótesis H1, H1.1, H1.2 y H2 del Capítulo I, que son objeto de comprobación empírica en el Capítulo IV.

Proposición 2:

Los accionistas que dominan una parte significativa (o suficiente) del capital de las grandes compañías (IBEX35), con diferente intensidad en diferentes grupos de estas compañías, generan importantes problemas de agencia con respecto a los accionistas poseedores del resto del capital flotante.

Este problema, que está ausente en la literatura de agencia y tiene gran relevancia económica y social, será examinado en el estudio llevado a cabo en el Capítulo III.

## **Capítulo III.-**

# **Las grandes sociedades abiertas españolas y los problemas de agencia**

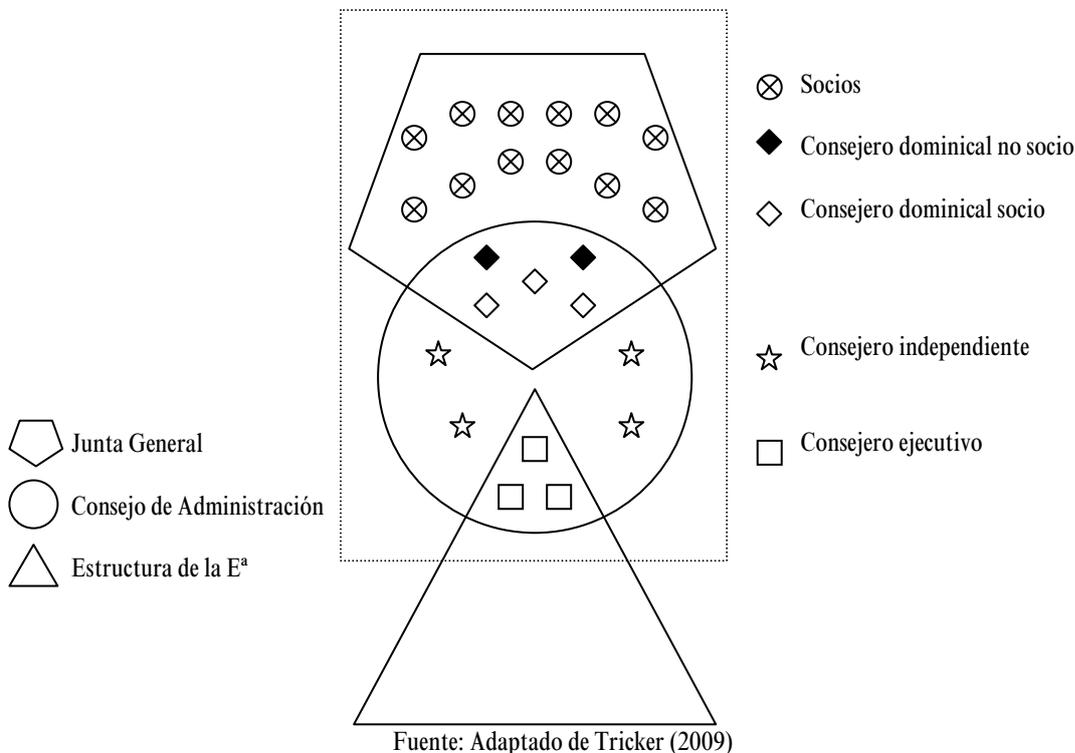
El objetivo último de este Capítulo es identificar el problema de agencia entre distintos grupos de propietarios (accionistas), en las que hemos considerado las grandes empresas abiertas españolas (IBEX35). El análisis del poder de control en estas grandes empresas, es un paso previo indispensable sin el cual no será posible examinar los problemas de agencia entre diferentes partes de la propiedad (o diferentes grupos de accionistas), que es el objeto de la investigación en este Capítulo. Como consecuencia la carga de literatura descriptiva que aportamos a continuación, consideramos que es la base indispensable sobre la que fundamentar y examinar el problema de agencia aquí estudiado.

Para ello estudiaremos la documentación pública que emiten estas empresas y que pone a nuestra disposición la C.N.M.V. y concretamente nos referimos a las Cuentas Anuales de 2012 auditadas, y a los Informes Anuales de Gobierno Corporativo. Esta observación tiene como principal objetivo la Proposición 2 que hemos planteado al finalizar el Capítulo II, y por lo tanto nos centraremos en las estructuras de poder, en la relación entre el pentágono y el círculo de la de la figura 3.1 de Tricker (2009); o, dicho de otra forma,

averiguaremos quiénes tienen las participaciones que controlan las empresas españolas del IBEX35.

En primer lugar, agruparemos las empresas en función de la fuerza de la composición de su accionariado, para poder comprobar si los mecanismos de control de mercado planteados por Fama y Jensen son efectivos en estas empresas. Posteriormente, identificaremos los problemas de agencia que pueden surgir en el marco de la relación Junta General – Consejo de Administración. En tercer lugar, implementaremos una propuesta de medida para poder cuantificar el problema de agencia al que denominaremos apalancamiento de control; y finalmente estudiaremos un caso de apalancamiento de control radical encarnado en el instrumento financiero de participaciones preferentes emitidas por Bancaja Eurocapital Finance, donde se podrán de manifiesto algunos problemas de agencia detectados en el epígrafe 3.2.

Figura nº 3.1 – Órganos implicados en el análisis del Capítulo III



### **3.1 – El gobierno de las grandes sociedades abiertas españolas**

Para continuar estudiando la Proposición 2 planteada en el Capítulo II, vamos a observar las empresas que forman parte del IBEX35 al final del año 2012, dado que todas ellas cumplen las características que hemos atribuido a las sociedades abiertas. De forma general son empresas que: (1) cotizan en el mercado continuo que permite, sin costes relevantes, adquirir o enajenar acciones, (2) al ser empresas cotizadas sus estatutos no recogen cláusulas que limiten la libre transmisibilidad<sup>42</sup>, y (3) forman parte del selectivo IBEX35, por lo que estos títulos son líquidos, característica que define al selectivo que según la Sociedad de Bolsas, S.A. “se compone de los 35 valores cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas (SIBE), que sean los más líquidos durante el período de control” (Sociedad de Bolsas, 2012).

La fuente de información que vamos a utilizar son las Cuentas Anuales auditadas y aprobadas del ejercicio 2012, el Informe de Gestión auditado y aprobado del ejercicio 2012, y el Informe Anual de Gobierno Corporativo de los ejercicios 2012, 2011 y 2010. Todos estos documentos están referidos a las empresas españolas que forman el IBEX35, y están depositados en la C.N.M.V.<sup>43</sup>

Este estudio se realiza durante los meses de diciembre de 2013 y enero de 2014, por lo que no contamos con la información que contienen los Informes Anuales de Gobierno Corporativo del año 2013, que se presentan en 2014.

---

<sup>42</sup> Salvo algunas de ellas que pertenecen a sectores estratégicos, pero que en ningún caso la restricción tiene que ver con las características del título.

<sup>43</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por ello, para mantener la homogeneidad, las empresas estudiadas serán las que pertenecían al selectivo durante el año 2012.

En la tabla 3.1 recogemos las empresas que forman parte del IBEX35 al cierre del ejercicio 2012, junto con su nacionalidad.

Tabla nº 3.1 – Empresas que forman el IBEX35 el 31 de diciembre de 2012

<b>Nombre de la Empresa</b>	<b>País</b>
ABENGOA, S.A.	España
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	España
ACCIONA, S.A.	España
ACERINOX, S.A.	España
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	España
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	España
ARCELOR MITTAL, S.A.	Luxemburgo
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	España
BANCO DE SABADELL, S.A.	España
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	España
BANCO SANTANDER, S.A.	España
BANKIA, S.A.	España
BANKINTER, S.A.	España
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	España
CAIXABANK, S.A.	España
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	España
ENAGAS, S.A.	España
ENDESA, S.A.	España
FERROVIAL, S.A.	España
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.	España
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	España
GAS NATURAL SDG, S.A.	España
GRIFOLS, S.A.	España
IBERDROLA, S.A.	España
INDRA SISTEMAS, S.A.	España
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	España
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	España
MAPFRE, S.A.	España
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	España
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	España
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	España
REPSOL, S.A.	España
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	España
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	España
TELEFONICA, S.A.	España

En esta tabla podemos observar que la empresa Arcelor Mittal, S.A. es una sociedad de Luxemburgo, y por ello la excluirémos del estudio; por lo que

reducimos las empresas estudiadas a 34, todas estas empresas formaron parte del selectivo durante todo el año 2012.

El principal documento del que vamos a obtener la información es el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC), emitido por las propias sociedades y que se deposita en la C.N.M.V. Este informe se introdujo con el artículo 61bis de la Ley del Mercado de Valores (LMV), donde se establece la obligación de hacer público dicho informe con periodicidad anual y prevé la sanción para el caso de su no emisión, la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos. Este artículo 61.bis.4 también regula la composición del informe, que será la siguiente:

“a) Estructura de propiedad de la sociedad, que habrá de incluir:

1.º información relativa a los accionistas con participaciones significativas, indicando los porcentajes de participación y las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que exista, así como su representación en el Consejo;

2.º información de las participaciones accionariales de los miembros del Consejo de Administración que deberán comunicar a la sociedad, y de la existencia de los pactos parasociales comunicados a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y, en su caso, depositados en el Registro Mercantil;

3.º información de los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera, así como el porcentaje del capital social que represente la autocartera de la sociedad y sus variaciones significativas;

4.º información relativa a las normas aplicables a la modificación de los estatutos de la sociedad.

b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores y cualquier restricción al derecho de voto.

c) Estructura de la administración de la sociedad, que habrá de incluir:

1.º información relativa a la composición, reglas de organización y funcionamiento del consejo de administración y de sus comisiones;

2.º identidad y remuneración de sus miembros, funciones y cargos dentro de la sociedad, sus relaciones con accionistas con participaciones significativas, indicando la existencia de consejeros cruzados o vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección;

3.º información de los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones;

4.º información de los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información;

5.º información de los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando estos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

d) Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo.

e) Sistemas de control del riesgo.

f) Funcionamiento de la junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre.

g) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.

h) Una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera.” (LMV)

Además, este IAGC es un informe que está normalizado mediante la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el *informe anual de gobierno corporativo* de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, que posteriormente fue modificado por la Circular 4/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas; modelo vigente hasta junio de 2013.

Respecto a la documentación descrita, únicamente no está disponible el IAGC del año 2010 de las siguientes empresas: Bankia, S.A, Distribuidora Internacional de Alimentos, S.A. y International Consolidated Airlines Group, S.A. dado que los títulos fueron admitidos a cotización durante el año 2011.

### ***Las agrupación de las sociedades españolas del IBEX35***

Para observar la estructura de propiedad de estas sociedades vamos a agrupar las empresas en cuatro grupos:

Vamos a estudiar en manos de quién están los derechos de voto de estas sociedades y, a este respecto, hemos identificado varios grupos:

*Grupo 1 (G1)*, que llamaremos de “*empresas dominadas*”, y consideraremos que en este grupo las empresas están controladas por otras empresas, según lo definido en el artículo 42 del Código de Comercio:

“se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Posea la mayoría de los derechos de voto.

b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.

c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.

d) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado.”

*Grupo 2 (G2)*, que denominaremos *empresas controladas por un grupo de personas*, y consideraremos en ese grupo aquellas en las que el Consejo de Administración, y/o los accionistas significativos (aquellos que tengan participaciones superiores al 3%), que denominaremos participación de control, ostenten la mayoría de los derechos de voto de la sociedad.

*Grupo 3 (G3)*, que nominaremos *empresas controladas por un grupo de personas en función de la asistencia*, y consideraremos en este grupo aquellas empresas en las que la participación de control (esto es la suma de la participación de los miembros del Consejo de Administración y los accionistas significativos) supera la mitad de los votos de los asistentes a la Junta General debido a la inasistencia de otros accionistas; este comportamiento puede estar ocasionado, bien por las restricciones (por ejemplo número de acciones mínimas para asistir), o bien por los socios que no consideran necesario, o consideran ineficiente, asistir.

*Grupo 4 (G4)*, que denominaremos *empresas de control flotante*, donde la participación de control no tiene mayorías de voto aparentes en la Junta General de Accionistas.

### **3.1.1 – Clasificación de las empresas españolas del IBEX35**

Para realizar la clasificación de las empresas, utilizando como principal criterio la composición del accionariado, vamos a descontar del total del capital social el porcentaje de la autocartera, dado que las acciones de la autocartera no puede ejercitar sus derechos políticos por estar en manos de la propia sociedad.

Por otra parte, vamos a utilizar el concepto de *participación de control* (P<sub>c</sub>). Entenderemos como participación de control la suma de los porcentajes de participación de la persona, grupo personas organizado o susceptible de organización, que controlan la empresa. Estos son el Consejo de Administración y los accionistas significativos. Ciertamente, el Consejo de Administración controla la empresa, y los accionistas significativos tienen incidencia en la designación de sus miembros y, especialmente, designan a los consejeros dominicales que integrarán el Consejo de Administración. En cualquier caso estamos hablando de un pequeño grupo de personas que controlan la empresa o que fácilmente pueden ponerse de acuerdo para controlarla, independientemente de la posición jurídica que ocupen.

#### ***Grupo 1 (G1) empresas dominadas***

Como hemos dicho anteriormente, son empresas controladas por otra empresa. Concretamente, en el año 2012 el grupo está compuesto por 8 compañías que suponen el 23,53% de las empresas estudiadas. Podemos ver un resumen de esta información en la tabla nº 3.2.

Se observa que el grupo es bastante estable durante los años analizados. La participación de la empresa dominante está en el entorno de 50-60% de los derechos de voto, salvo en dos casos donde hay una participación muy mayoritaria superior al 80% (La Caixa y Enel, S.P.A), por lo que el accionista mayoritario controla los derechos políticos de la Junta General. Es llamativo

el caso de Mapfre, S.A. que está dominada por su Fundación y sería interesante saber cómo son nombrados los patronos de esta fundación<sup>44</sup>. Por otra parte, hay un caso singular: en Bankia, S.A. ha descendido la participación por debajo del 50% (concretamente el 30 de marzo), y el IAGC del año 2012 no detalla el motivo por el cual el Banco Financiero y de Ahorro, S.A. controla Bankia, S.A.

Tabla nº 3.2 – Empresas que pertenecen al Grupo 1

Entidades	Entidad Dominante	% de capital de la entidad de control		
		2012	2011	2010
ABENGOA, S.A.	Inversión Corporativa, I.C., S.A.	58,49	55,94	56,04
BANKIA, S.A.	Banco Financiero y de Ahorros, S.A.	48,05	52,41	n. d.
CAIXABANK, S.A.	La Caixa	73,98	81,52	79,46
ENDESA, S.A.	ENEL, S.P.A.	92,06	92,06	92,06
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.	B 1998,S.L.	53,82	52,48	53,83
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	Amancio Ortega	59,29	59,29	59,29
MAPFRE, S.A.	Fundación Mapfre	64,74	64,63	64,42
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	Inmobiliaria Espacio, S.A.	60,03	60,03	57,16

### ***Grupo 2 (G2) empresas controladas por un grupo de personas***

Como se puede observar, este grupo está compuesto por 10 empresas, que representan el 29,41% de las empresas españolas del IBEX35, como se puede observar en la tabla nº 3.3

Se observa claramente que hay un subgrupo formado por Ferrovial, S.A., Sacyr Vallehermos, S.A. y Técnicas Reunidas, S.A. donde la mayoría de

<sup>44</sup> El acceso a los estatutos de las fundaciones adscritas al Ministerio de Cultura eran de libre acceso. Actualmente esto ha sido modificado y no hay acceso a los estatutos de las fundaciones.

la participación de control está en el Consejo de Administración, mientras que en el resto de casos reside en los accionistas significativos.

Tabla nº 3.3 – Empresas que pertenecen al Grupo 2

Entidades	Distribución del capital		% del capital afectado por pactos parasociales y acciones concertadas	Distribución del capital corregida la autocartera		Grupos de pertenencia en ejercicios anteriores.	
	Capital en manos del Consejo %	Capital en manos de otros accionistas Significativos %		% de la participación de control (P <sub>c</sub> )	% del capital flotante (P <sub>f</sub> )	2011	2010
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	10,24	46,99	9,99	57,70	42,30	2	2
ACCIONA, S.A.	0,42	58,74	55,23	59,27	40,73	2	1
ACERINOX, S.A.	0,11	62,99		63,11	36,89	2	2
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	13,79	41,96		59,81	40,19	2	2
FERROVIAL, S.A.	45,27	4,81	44,88	50,08	49,92	2	2
GAS NATURAL SDG, S.A.	0,02	68,97	64,97	68,99	31,01	2	2
INDRA SISTEMAS, S.A.	5,37	46,41		51,79	48,21	2	2
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	0,02	66,34	17,34	67,43	32,57	2	2
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	48,14	13,01	15,90	61,45	38,55	2	2
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	41,74	10,08	41,59	53,90	46,10	3	1

Observamos también que es un grupo estable, donde hay dos empresas, Técnicas Reunidas, S.A. y Acciona, S.A. que en el año 2010 pertenecían al Grupo 1. Concretamente estaban dominadas, la primera por D. José Lladó Fernández-Urrutia que designó con sus votos a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración; y la segunda por el Grupo Entrecanales, S.A.

A continuación realizaremos una breve reseña por cada una de las empresas que componen este grupo.

Los accionistas significativos de Abertis Infraestructuras, S.A son tres: La Caixa (26,423%), la acción concertada mediante pactos parasociales entre Trébol Holdings SARL y ACS, SA (15,552%), e Inmobiliaria Espacio, S.A. (15,253%). El Consejo de Administración está formado por 20 consejeros, todos elegidos por votación, que ostentan el 15,617 % de las acciones, y el 70%

de los consejeros tienen la consideración de dominicales. De estos nombramientos se observa que algunos forman parte de los Consejos de Administración de los accionistas significativos, y otros son nombramientos mediante sociedades extranjeras.

Los accionistas significativos de Acciona son tres: Tussen de Grachten, BV (27,803%), Entrezca, BV (27,803%), y Jelico Netherlands, BV (3,503%), mientras que los derechos de voto del Consejo de Administración, formado por 13 miembros elegidos por votación, son del 0,419%. Hay que destacar que las dos primeras forman parte de un grupo familiar de los descendientes de D. José Entrecanales, y están sometidos a un pacto parasocial. Se observa que las tres sociedades accionistas significativas son holandesas.

En Acerinox, S.A. los accionistas significativos son ocho: Corporación Financiera ALBA, SA (24,243%), Nisshin Steel Co. LTD (15,30%), Alicia Koplowitz (11,592%), Feynman Capital SL (Omega) (11,305%), Casa Grande de Cartagena, SL (5%), Lolland SA (5%), Metal One Corp. (3,755%), e Industrial Development Corporation (I.D.C) (3,102%). El Consejo está formado por 15 consejeros, todos elegidos por votación, de los cuales el 60% son dominicales, pero los derechos de voto en la Junta General (JG) que residen en el Consejo de Administración son del 0,114%.

Los accionistas significativos de ACS, Actividades de Construcción y Servicios S.A. son seis: Corporación Financiera Alba SA (18,305%), Sotheastern Asset Management, INC (9,225%), D. Alberto Cortina Alcocer (4,404%), D. Alberto Alcocer Torra (4,387%) y Sayglo Holding SL (5,638%). El accionista significativo en el Consejo de Administración es D. Florentino Pérez, mediante Inversiones Vesan, SA, (12,521%). El Consejo está compuesto por 17 miembros, todos elegidos por votación, de los cuales 8 son dominicales, y en total ostentan el 13,785% de los derechos de voto.

El único accionista significativo de Ferrovial, S.A. es Sotheastern Asset Management INC (4,805%). Hay un accionista significativo en el Consejo, Portman Baela, SL, de la familia del Pino y Calvo-Sotelo, (43,614%). El

Consejo de Administración tiene un total del 45,274% de los derechos de voto, y está formado por 12 miembros todos elegidos por votación, salvo uno por cooptación.

Los accionistas significativos de Gas Natural son tres: La Caixa (34,956%), Repsol (30,01%), y Société Nationale pour la Recherche, la production, le transport, le transformation et la commerci (4,007%). Existe un pacto parasocial entre los dos primeros para el mantenimiento del control conjunto de la compañía nombrando los consejeros. El Consejo de Administración, con el 0,021% de los derechos de voto, está formado por 17 consejeros, de los que el 47% son dominicales.

Los accionistas significativos de Indra, S.A. son cinco: Banco Financiero y de Ahorros SA (20,136%), Corporación Financiera Alba, S.A. (11,324%), FMR LLC (9,962%), Liberbank, SA (5,015) y Lolland, S.A. (5,007%), y como accionista significativo perteneciente al Consejo de Administración, Casa Grande de Cartagena, SL (5,004%); en total el Consejo tiene el 5,374% de los derechos de voto y está formado por 14 consejeros todos ellos elegidos mediante votación en la Junta General. En suma tenemos seis socios que controlan la sociedad.

Los accionistas significativos de Mediaset España Comunicación, S.A. son cuatro: Silvio Berlusconi (41,552%), Promotora de Informaciones, S.A. (PRISA) (17,336%), Tweedy Browne Company LLC (4,408%), y Lazard Asset Management LLC (3,046%). Existen pactos parasociales entre Berlusconi y Prisa derivados del contrato de integración de Sogecable. Estos pactos tratan sobre los nombramientos proporcionales a los que tiene derecho PRISA en puestos de Consejo y Dirección. El Consejo de Administración está formado por 15 miembros, con el 0,024% de los derechos de voto, y todos ellos fueron elegidos por votación en la Junta General, salvo uno nombrado de forma indeterminada. Los consejeros ejecutivos son 3 (todos de origen italiano), y los dominicales son 7, de los cuales 5 son nombrados por Berlusconi y 2 por PRISA. Se observa que los consejeros nombrados por PRISA son el Presidente y el Vicepresidente de PRISA.

SacyrVallehermoso, S.A. estaba dominada hasta el verano de 2012 por los miembros del Consejo de Administración, que ostentaban el 80,155% del capital de la sociedad. A finales de año el accionariado estaba compuesto por la acción concertada entre Disa Corporación Petrolífera, S.A., Grupo Sotocan Desarrollos, S.L., y Grupo Sotocan, S.A. con un (15,895%), Disa Corporación Petrolífera, S.A. (13,012%), Grupo Empresarial Fuertes, S.L. (6,239%) y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (5,198%), Su Consejo de Administración, con el 48,137% de los derechos de voto, está compuesto por 15 consejeros todos ellos elegidos por votación en la Junta General. Además, existen dos pactos parasociales encaminados a syndicar los derechos a voto de los accionistas.

En Técnicas Reunidas, S.A., hay tres accionistas significativos: Araltec, S.L. (31,993%), Aragonesas Promoción de Obras y Construcciones, S.L. (5,096%) y Causeway Capital Management LLC (5,004%). El Consejo de Administración está formado por 12 miembros elegidos por votación, y tiene el 41,739% de los derechos de voto, de los cuales, D. José Lladó Fernández-Urrutia ejerce los de Araltec, S.L. Los doce miembros del Consejo están elegidos por votación.

### ***Grupo 3 empresas controladas por un grupo de personas en función de la asistencia a la Junta General***

Está compuesto por 6 empresas, lo que supone el 17,65% de las empresas analizadas. Estas empresas son analizadas en la tabla nº 3.4. Como hemos mencionado anteriormente, en este grupo se sitúan aquellas empresas en las cuales un grupo de personas controlan la mayoría de derechos de voto en las Juntas Generales, pero no tienen la mayoría del capital, por ello el control de la Junta General va a depender de la capital representado.

Tabla nº 3.4 – Empresas que pertenecen al Grupo 3

Entidades	Distribución del capital		% del capital con autocartera corregida			Votos necesarios para alcanzar la mayoría en la JGA	Diferencia entre los votos de la participación de control y los necesarios para la mayoría en la JGA	Grupos de pertenencia en ejercicios anteriores.	
	Capital en manos del Consejo %	Capital en manos de otros accionistas significativos %	% del capital de la Participación de Control (P <sub>c</sub> )	% capital asistente a la JGA	% del capital flotante (P <sub>f</sub> )			2011	2010
BANKINTER, S.A.	29,91	15,20	45,11	74,6	54,89	37,31	7,81	2	2
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	0,06	27,46	27,86	32,1	72,14	16,06	11,80	4	4
GRIFOLS, S.A.	7,59	35,57	43,17	80,3	56,83	40,14	3,03	3	4
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	0,12	34,53	34,65	68,9	65,35	34,47	0,17	4	n. d.
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	0,00	32,43	32,53	61,9	67,47	30,96	1,57	3	4
REPSOL, S.A.	0,04	31,69	33,42	64,6	66,58	32,30	1,12	3	3

Podemos observar que de las seis empresas, únicamente Repsol, S.A ha pertenecido a este grupo de forma consecutiva durante los dos años anteriores. Por otra parte, Bankinter, S.A. proviene del Grupo 2, al que ha pertenecido durante los dos últimos años, o dicho de otra forma, la participación de control a controlado la sociedad durante los tres años, pero el último año con el riesgo de no tener la mayoría en función de los asistentes a la Junta General. Por otra parte, empresas como Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. e International Consolidated Airlines Group, S.A. provienen del Grupo 4 (que analizaremos en el siguiente apartado) y por lo tanto son empresas en las que la mayoría de derechos de voto han residido en el capital flotante. Hay que llamar especialmente la atención sobre la baja participación de los socios en la Junta General de Gamesa que ha provocado el dominio de la Junta por parte de la participación de control.

También observamos que salvo el caso de Bankinter, que viene del Grupo 2, y Gamesa, por su muy baja participación de los socios en la Junta General, la diferencia de votos entre la participación de control y aquellos que son necesarios para controlar la junta general de las cuatro restantes, tienen una media del 1,47%, llamando la atención por ser muy bajo el caso de IAG con el 0,17%.

Tabla nº 3.5 – Análisis del Grupo 3 en los ejercicios 2012, 2011 y 2010

Año	Entidades	Distribución porcentual del capital			Distribución del capital corregida la autocartera		Votos necesarios para alcanzar la mayoría en la JGA	Diferencia entre los votos de la participación de control y los necesarios para la mayoría en la JGA	G R U P O S
		Capital en manos del Consejo %	Capital en manos de otros accionistas significativos %	%/ Capital asistente a la JGA	% del capital de la participación de control (P <sub>c</sub> )	% del capital flotante (P <sub>f</sub> )			
2012	BANKINTER, S.A.	29,91	15,20	74,6	45,11	54,89	37,31	7,81	3
2011	BANKINTER, S.A.	30,82	24,53	74,8	55,37	44,63	37,39	17,98	2
2010	BANKINTER, S.A.	25,61	30,16	79,8	55,82	44,18	39,91	15,92	2
2012	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	0,06	27,46	32,1	27,86	72,14	16,06	11,80	3
2011	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	19,68	4,96	50,1	24,96	75,04	25,06	-0,10	4
2010	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	19,64	3,10	55,8	23,04	76,96	27,89	-4,85	4
2012	GRIFOLS, S.A.	7,59	35,57	80,3	43,17	56,83	40,14	3,03	3
2011	GRIFOLS, S.A.	7,59	37,52	71,1	45,14	54,86	35,55	9,59	3
2010	GRIFOLS, S.A.	7,57	33,66	97,1	41,27	58,73	48,58	-7,31	4
2012	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	0,12	34,53	68,9	34,65	65,35	34,47	0,17	3
2011	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	0,12	25,22	100,0	25,34	74,66	50,01	-24,67	4
2012	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	0,00	32,43	61,9	32,53	67,47	30,96	1,57	3
2011	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	0,02	33,43	66,1	33,62	66,38	33,04	0,59	3
2010	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	0,02	20,00	63,0	20,12	79,88	31,53	-11,41	4
2012	REPSOL, S.A.	0,04	31,69	64,6	33,42	66,58	32,30	1,12	3
2011	REPSOL, S.A.	0,04	35,42	67,3	39,39	60,61	33,64	5,75	3
2010	REPSOL, S.A.	0,03	37,80	63,9	37,83	62,17	31,94	5,88	3

En la tabla nº 3.5 hemos detallado el contenido de la tabla nº 3.4 añadiendo la información de los dos años anteriores. De esta tabla hemos obtenido las siguientes medias que figuran en la tabla nº 3.6.

Tabla nº 3.6 – Valores medios de las columnas de la tabla 3.5

	<b>% de derechos de voto en la Junta General</b>
Capital de la Participación de Control	36,88
Capital asistente a la JGA	68,90
Capital necesario para alcanzar la mayoría en la JGA	34,50

Analizando los casos desde los de mayor control a los de menor control, observamos que la participación de control de Bankinter, S.A. nunca ha descendido por debajo de los votos necesarios para alcanzar la mayoría en la JGA en los últimos ejercicios. Mientras que en Repsol, donde en 2012 la participación de control descendió por debajo de los votos necesario para alcanzar mayorías en la Junta General de Accionistas de 2011, se observa que la media durante los tres años de la participación de control es de 36,88%, y la media de los votos necesarios para alcanzar la mayoría en la Junta es del 32,62%.

En cuanto a la participación de control de Grifols, S.A. y Red Eléctrica Corporación, S.A., se observa que provienen del Grupo 4, donde la participación de control no tiene la mayoría de los votos necesarios para obtener mayorías en la JGA (se observa en Griffols, S.A. una importante participación en la JGA de 2010), y en ambos casos se incrementa la participación de control en el ejercicio siguiente (2011), alcanzando la mayoría en la Junta General de Accionistas. En ambos casos, durante el ejercicio 2012, se reducen la participación de control, pero continúan manteniendo las mayorías en la Junta General de Accionistas (el capital asistente a las JGA de Red Eléctrica Corporación, S.A. es estable entre el 61% y el 66%).

Por último, Gamesa Corporación Tecnológica, S.A e International Consolidated Airlines Group, S.A. provienen del Grupo 4 en el anterior ejercicio. En el caso de Gamesa se observa una histórica baja participación en

las Juntas con una media de 45,96%, siendo la más baja del grupo en el año 2012 con el 32,1%, mientras que en IAG, donde solamente tenemos datos de dos ejercicios, observamos que está la mayor participación del grupo en 2011 con el 100%. En ambos casos la participación de control se ha incrementado, en el caso de IAG el 36% en un año, y en el caso de Gamesa el 21% en dos años alcanzando en este último año la cifra del 27,86% de los derechos de voto, que le permite el control de la última JGA, reforzado además por la baja participación (añadimos que el número mayor de votos necesarios para obtener la mayoría en la JGA en los tres años estudiados es de 27,89% en 2010).

Ahora pasaremos a analizar la composición de la estructura accionarial.

En Bankinter, S.A. hay un accionista significativo en es Credit Agricole, SA (15,105%), y dos accionistas significativos en el Consejo de Administración: Jaime Botín (23,335%) y Fernando Masaveu (5,308%). El Consejo de Administración tiene en total el 29,913% de los derechos de voto, y está formado por 10 miembros todos elegidos por votación. Se observa que los consejeros ejecutivos y dominicales suman el 50% de los consejeros, y que no hay consejeros de origen francés.

Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. tiene tres accionistas significativos: Iberdrola, S.A. (19,687%), Blackrock, INC. (4,828%) y Dimensional Fund Advisors LP (2,944%). Los derechos de voto que tiene el Consejo de Administración son del 0,057%, y está formado por 10 consejeros elegidos por la Junta General, salvo dos de ellos por cooptación.

Los accionistas significativos de Grifols, S.A. son cinco: Capital Research and Management Company (9,977%), Deria SA (8,771%), Scranton Enterprises BV (7,580%), Víctor Grifols (6,154%) y Blackrock, INC. (3,084%). El Consejo, con el 7,585 de los derechos de voto, está formado por 11 miembros, todos ellos elegidos por votación.

International Consolidated Airlines Group, S.A., tiene siete accionistas significativos: Banco Financiero y de Ahorros, S.A. (12,087%), Majedie Asset

Management Limited (5,031%), Templeton Global Advisors Limited (5,011%), Blacrock Inc. (4,934%), Schrodgers Plc. (3,191%) y Fil Limited (1,052%). El Consejo de Administración tiene 0,117% de los derechos de voto, y está compuesto por 14 miembros elegidos por votación en la Junta General salvo uno por cooptación.

Los accionistas significativos de Red Eléctrica Corporación, S.A. son seis: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) (20%), HSBC Holdings, PLC (3,239%), The Children's Investment Fund Management (UK) LLP (3,087), First Eagle Investment Management LLC (3,055%), Talos Capital Limited (3,087%), y MFS Investment Management (3,046%). El Consejo, con un total del 0,001% de los derechos de voto, está compuesto por 11 miembros elegidos por votación.

Los accionistas significativos de Repsol, S.A. son tres: Caixabank SA (12,528%), Sacyr Vallehermoso SA (9,729%), y Petróleos Mexicanos (9,432%). Entre los 15 miembros del Consejo de Administración suman el 0,039% de los derechos de voto; 9 fueron elegidos por cooptación (entre ellos el Presidente ejecutivo) y 6 por votación.

#### ***Grupo 4 (G4) empresas de control flotante***

Por último el Grupo 4, está formado por las empresas en las que el capital flotante, o participación flotante, es mayoría en todos los ámbitos, tanto en el capital como en los derechos de voto en la Junta, aunque de los IAGC estudiados no podemos deducir una estructura del accionariado que nos permita saber si las empresas son, o no, realmente controladas por un pequeño grupo de personas. Este grupo está compuesto por 10 empresas que suponen un 29,41% de las observadas.

Observamos que es un grupo estable, dado que a él pertenecen, durante dos años consecutivos, ocho de las diez empresas que lo forman. Las otras dos empresas son Banco Popular Español, S.A. que durante los dos ejercicios

anteriores perteneció al Grupo 3, y Amadeus It Holding, S.A. que ha presentado una evolución desde el Grupo 2 al 3 en 2010, y del 3 al 4 en 2011. También observamos que la diferencia entre los votos necesarios para obtener la mayoría de los derechos de voto en la Junta General y la participación de control es baja. En el caso de la última de -0,55% que, dicho de otra forma, con la participación de control del 0,55% más habría controlado la Junta General. En el caso del Banco Popular Español la diferencia es un poco mayor, el 4,16%.

Tabla nº 3.7 – Empresas que pertenecen al Grupo 4

Entidades	Distribución del capital			% del capital social corregida la autocartera		Votos necesarios para alcanzar la mayoría en la JGA	Diferencia entre los votos de la Participación de control y los necesarios para la mayoría en la JGA	Grupos de pertenencia en ejercicios anteriores	
	Capital en manos del Consejo %	Capital en manos de otros accionistas significativos %	% del capital asistente a la JGA	% del capital de la Participación de Control (P <sub>c</sub> )	% del capital flotante (P <sub>f</sub> )			2011	2010
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	0,09	31,45	64,7	31,79	68,21	32,35	-0,55	3	2
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	0,07		64,5	0,07	99,93	32,27	-32,20	4	4
BANCO DE SABADELL, S.A.	4,21	6,33	70,3	10,57	89,43	35,17	-24,60	4	4
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	19,91	4,37	57,4	24,57	75,43	28,73	-4,16	3	3
BANCO SANTANDER, S.A.	1,60		54,9	1,60	98,40	27,45	-25,84	4	4
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	0,00	15,38	44,5	15,44	84,56	22,25	-6,80	4	4
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	0,03	12,43	54,6	13,11	86,89	27,31	-14,19	4	n. d.
ENAGÁS, S.A.	5,03	10,00	55,8	15,03	84,97	27,89	-12,86	4	4
IBERDROLA, S.A.	0,33	30,67	83,3	31,43	68,57	41,65	-10,22	4	4
TELFÓNICA, S.A.	0,18	15,23	54,3	15,57	84,43	27,15	-11,58	4	4

Cabe destacar también, que en el caso del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. y del Banco Santander, S.A los porcentajes de participación de control son los más bajos, siendo del primero el 0,07%, y el segundo 1,60%. En cambio los porcentajes de la participación de control más altos son las de Amadeus It Holding, S.A. (31,79%), Banco Popular Español, S.A. (24,57%) e Iberdrola, S.A. (31,43%), siendo la participación en la Junta General de Iberdrola la mayor con un 83,3%, con una media de los tres años del 82,53%.

Tabla nº 3.8 – Análisis de las empresas del Grupo 4 en los ejercicios 2012, 2011 y 2010, que han cambiado de Grupo en esos ejercicios

Año	Entidades	Distribución del capital			Distribución de las capital social corregida la autocartera		Votos necesarios para alcanzar la mayoría en la JGA	Diferencia entre los votos de la participación de control y los necesarios para alcanzar la mayoría en al JGA	G R U P O
		Capital en manos del Consejo %	Capital en manos de otros accionistas significativos %	%/ capital asistente a la JGA	% del capital de la participación de control (P <sub>c</sub> )	% del capital flotante (P <sub>f</sub> )			
2012	AMADEUS IT HOLDING, S.A.	0,09	31,45	64,7	31,79	68,21	32,35	-0,55	4
2011	AMADEUS IT HOLDING, S.A.	0,16	43,52	64,7	43,88	56,12	32,37	11,51	3
2010	AMADEUS IT HOLDING, S.A.	0,16	58,44	100,0	58,88	41,12	50,01	8,87	2
2012	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	19,91	4,37	57,4	24,57	75,43	28,73	-4,16	4
2011	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	31,81	8,03	60,2	41,09	58,91	30,13	10,96	3
2010	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	32,64	8,03	54,8	41,45	58,55	27,39	14,06	3

Se observa, en el caso de las dos sociedades, una reducción importante de la participación de control durante los tres ejercicios. En el caso de Amadeus del 53,99% y en el Banco Popular del 59,28%. Ello parece ser debido a las ampliaciones de capital llevadas a cabo durante los años estudiados, donde, en el caso de Amadeus incrementó su capital en un 900% y el Banco Popular un 622%, siendo estas ampliaciones las más importantes de las

empresas estudiadas. A continuación estudiaremos la composición de la propiedad y el Consejo de Administración en estas dos empresas.

Los accionistas significativos de Amadeus It Holding, S.A. son ocho: Air France KLM (5,044%), Lufthansa Pension Trust E.V. (4,000%), International Consolidated Airlines Group, SA (0,836%), Government of Singapore Investment Corporation PTE LTD (5,174%), BNP Paribas, SA (5,083%), y MFS Investemnts Management (5,017%), Blackrock Inc. (5,020%), Fidelity Limited (2,110%). Los miembros del Consejo tiene un total del 0,093% de los derechos de voto, y lo forman 11 miembros elegidos por votación.

El Banque Federative Du Credit Mutuel (4,374%) es accionista significativo del Banco Popular Español, S.A. El Consejo de Administración, compuesto por 20 miembros de los cuales 11 fueron elegidos por votación en la Junta General, tiene el 23,641% de los derechos de voto. Los principales consejeros con participación son: Allianz, SE (4,5459%), Américo Ferreira (4,042%), Fundación Barrie de la Maza (3,307%), Sindicatura de Accionistas Bco. Popular Español, SA (7,507%), y la Unión Europea de Inversores, SA (3,729%).

### **3.1.2 – Consideraciones sobre la Proposición 2**

Observamos en la tabla nº 3.9 que el 52,94% (más de la mitad) de las grandes sociedades abiertas españolas del IBEX35 están controladas por otra empresa o por un grupo de personas. Concretamente, el 23,53% están dominadas por otras sociedades, y el 29,41%, uno de los dos grupos más numerosos, están controladas por un pequeño grupo de personas (accionistas significativos y consejeros). Mientras que únicamente 10 empresas (el 29,41%) realmente se asemejan más al modelo de Fama y Jensen, dado que la mayoría de los derechos de voto están en manos del capital flotante.

En líneas generales, observamos que en el 70,59% de las empresas españolas del Ibex35 la mayoría de los derechos de voto de las Juntas Generales están en manos de la participación de control. Asimismo, también observamos que la representación del capital en la Junta descende conforme descende la participación de control, de tal forma que las Juntas donde se produce más participación son aquellas donde la mayoría está menos fragmentada.

“las grandes sociedades anónimas, han consagrado de facto un fortalecimiento del poder personal de los administradores en detrimento del poder de control de la Junta general, hasta el punto de que son los administradores quienes controlan aquélla (lo que en la década de los sesenta se dio en llamar *manager's revolution*).” (Broseta y Martínez, 2011, pp. 423-424).

Tabla nº 3.9 – N° de empresas que pertenecen a cada Grupo en 2012

			<b>Acumulados</b>		<b>Medias</b>				
	Nº	%	Nº	%	% de capital en manos del CA	% de capital en manos de accionistas significativos	% de la participación de control P <sub>c</sub>	% de la participación flotante P <sub>f</sub>	% de capital asistente a la JGA
Grupo 1	8	23,53	8	23,53	14,83	52,74	68,78	31,22	74,74
Grupo 2	10	29,41	18	52,94	16,51	42,03	59,35	40,65	72,53
Grupo 3	6	17,65	24	70,59	6,29	29,48	36,12	63,88	63,72
Grupo 4	10	29,41	34	100,00	3,15	15,73	15,92	84,08	60,42
TOTAL	34	100,00			10,38	33,67	44,70	55,30	67,94

Parece que en el caso español no podemos desterrar la idea de que la empresa es propiedad de sus accionistas (Fama, 1980), aunque, ¿qué accionistas?

En el Grupo 1, los socios dominantes ejercerán el control total sobre la sociedad, de tal forma que los socios minoritarios se verán afectados por sus decisiones. *Aparece de este modo el problema de agencia de forma transversal, dado que el principal (en este caso el socio dominante) tiene sus propios intereses.* En cuanto a la relación con el Consejo de Administración, dado que

principalmente está nombrado por el socio dominante, no se producirá un problema de agencia entre el accionista y el consejero, dado que son la misma persona. Aunque cada consejero, de forma independiente, sí tendrá su propio interés. El control mutuo funcionará, en alguna medida, entre los propios consejeros nombrados por el socio dominante.

En el Grupo 2, cuando los accionistas significativos están representados en el Consejo de Administración, podemos concluir que se reduce de forma importante el problema que surge entre los accionistas y el órgano de administración, confundiéndose el principal y el agente en lo que se refiere a su representación proporcional. En este grupo es fácil que los accionistas significativos se pongan de acuerdo, y estas empresas están controladas por un pequeño grupo de tres personas. Pero en los accionistas significativos, a pesar de ponerse de acuerdo nombrando a los miembros del órgano de administración (por votación representativa de los acuerdos), surgirá un problema de agencia derivado de la relación que tiene el propio agente con su principal, no sólo en el marco de la empresa, pues el agente podrá decidir entre: (1) actuar en beneficio propio, (2) actuar en beneficio de la empresa de la que es administrador, (3) actuar en beneficio del accionista que le ha encomendado representarle.

El Grupo 3, compuesto por las empresas en las que la participación de control ha tendido la mayoría en la Junta General. Es habitual que el porcentaje de asistencia a la Junta General esté por debajo del 80% salvo, en algún caso. En esta ocasión existe una posible mayor disociación entre los intereses del agente y del principal, dado que el agente no alcanza a representar los intereses de la mayoría. Tenemos que añadir que, además, se producirá una mayor diferencia de intereses entre los accionistas que pertenezcan a la participación de control, respecto de los que estén en el grupo de la participación flotante. En este grupo, el mecanismo de control propuesto por Fama y Jensen podría funcionar, pero la participación de control tiene una posición de ventaja, dado que puede utilizar la autocartera como mecanismo de defensa ante una posible Oferta Pública de Adquisición,

o bien su esfuerzo para alcanzar la mayoría de los derechos de voto es mucho menor.

Por último, el Grupo 4, el más numeroso junto con el Grupo 2. En primer lugar, hay que decir que de los Informes sobre Gobierno Corporativo presentados no podemos deducir una estructura del accionariado que nos permita saber si las empresas son, o no, controladas por un pequeño grupo de personas. Estas empresas son las que más se asemejarían al modelo de Fama y Jensen de 1983, dado que son sociedades abiertas en las que la mayoría de los derechos de voto en las Juntas Generales no están en manos de la participación de control. Por lo tanto aparece el problema de agencia en su formulación clásica, esto es el problema entre el principal (accionista) y el agente (el miembro del órgano de administración). Partiendo de la premisa de que el accionista busca la maximización del valor de la empresa, desaparece el conflicto entre el interés del accionista que tiene el control y el interés de la propia empresa. En este grupo sería realmente posible que el juego del mercado funcionara como mecanismo de control del problema de agencia entre los accionistas y el Consejo de Administración, tal como proponen Fama y Jensen, pues los accionistas pueden: (1) remover a los miembros del Consejo de su cargo en las Juntas, o (2) vender sus títulos a un tercer inversor que planteara una OPA.

En suma, a diferencia de lo que acabamos de exponer respecto del Grupo 4, los mecanismos de la Junta General no serán eficientes en el control del problema de agencia en lo referente a remover a los miembros del Consejo de Administración en los Grupos 1 y 2, y de dudoso éxito en el 3, dado que los accionistas de control tienen, o pueden tener, la mayoría suficiente.

En cuanto al mecanismo de mercado, no sería viable plantear una OPA en los Grupos 1 y 2, pues la participación de control es superior al 50% y aquel que plantea la OPA podría encontrarse con tener que llevar a cabo una inversión muy importante, sin alcanzar el control de la empresa. En el caso del Grupo 3 también sería muy arriesgado, y dependería de la distancia a la que la participación de control estuviera de la mayoría. Únicamente podría

funcionar este mecanismo de control con serias posibilidades de éxito en el Grupo 4, que representa el 29,41% de las empresas estudiadas.

Por último, matizar que a lo largo de toda esta exposición hemos partido de la base de que el pequeño número de personas que forman la participación de control están alineadas, y puede ser que esto no sea así, como por ejemplo el caso de Repsol (Expansión 29/03/2014) en el que apareció una clara disidencia entre miembros del Consejo de Administración (su Presidente<sup>45</sup>) y un accionista significativo como Pemex; por lo que queda claro que los integrantes de la participación de control no siempre están de acuerdo. No obstante, las posibilidades de acuerdo entre un pequeño grupo son muy superiores a las de un grupo fraccionado y heterogéneo como es el de la participación flotante.

---

<sup>45</sup> Dicho en sus propios términos: “es una china en el zapato, y ya se sabe que las chinas en el zapato se sacan quitándose el zapato”

### **3.2 – Problemas de agencia en las grandes sociedades abiertas españolas**

A la vista de lo examinado en el epígrafe anterior, hemos podido observar tres problemas de agencia: (1) problema transversal entre los accionistas mayoritarios y minoritarios; (2) el problema entre el accionista mayoritario (dominante) y la propia empresa; y (3) el problema correspondiente a la relación entre el accionista mayoritario y sus representantes en el Consejo de Administración.

#### **3.2.1 – Problema transversal entre los accionistas mayoritarios y minoritarios**

A la vista de lo expuesto en el punto anterior, se observa que existe un problema de agencia *transversal entre los propietarios del principal mayoritarios (el pequeño grupo que controla la empresa y conforman la participación de control), y los minoritario (el resto que conforman la participación flotante)*. Parece claro que hay dos clases de accionistas, los que son propietarios de la sociedad por ejercer el control sobre ella y los que no lo son. Como se observa en el epígrafe anterior, en los casos de los Grupos G1 y G2 hay un pequeño grupo de personas, ligadas a la administración de las compañías, que controla más del 50% del capital social y toma las decisiones que estarán alineadas con sus intereses. Establecemos aquí una primera cuestión, ¿los intereses de los socios que controlan la sociedad son los intereses de la sociedad? Es posible que no, y se genera así un problema de agencia ocasionado porque el interés de los accionistas que controlan a la empresa, no coincide con el interés de la propia empresa (o del resto de accionistas).

Ciertamente, la voluntad social se conforma por la mayoría, y parece claro que esta es la voluntad social. Pero, ¿qué ocurre con los intereses de los

accionistas de la participación de control (los grandes) y los de la participación flotante (los pequeños)? El pequeño accionista sin control va a ser un “convidado de piedra” en la sociedad, dado que el accionista mayoritario va a aprobar la gestión social, y a acordar el reparto de dividendos (el residual), y en cualquier caso, este accionista mayoritario acordará lo que más convenga a sus intereses.

Por otra parte, interesa al accionista mayoritario contar con otros accionistas minoritarios, de tal forma que, por ejemplo, aporten el 40% del capital de la empresa. De esta forma, si un socio mayoritario aporta 1.200.000€ y otros aportan un 800.000€, el primero administrará la empresa y acometerá un proyecto de 2.000.000€ administrándolo (con las limitaciones establecidas en la LSC), habiendo aportado solamente 1.200.000€. Además, todo son ventajas, pues al final del ejercicio, del que habrá detruido sus emolumentos (en forma de retribución del administrador), decidirá si se puede o no retribuir el capital, y con qué cantidad. Teniendo en cuenta que no tiene que devolver los 800.000€, dado que forma parte de los Fondos Propios de la empresa. Por tanto, por cada Euro que aporta el socio mayoritario controla 0,66€ de los socios minoritarios. A este respecto proponemos denominar *apalancamiento de control*, a la proporción de capital flotante que es *dominada* por el capital de control; en este caso un 66,66%. Desarrollaremos este concepto a continuación.

Cuando esta situación se produce en una empresa cerrada, el pequeño accionista estará cautivo y será el “convidado de piedra”, dado que tendrá grandes dificultades en enajenar su participación. Aunque, seguramente, nuestro “administrador” estará dispuesto a adquirir su participación por un módico precio que estará por debajo del valor nominal de los títulos, del valor en libros de la sociedad, e incluso del que tendría como valor de mercado en un mercado organizado. En el caso de las sociedades abiertas, existen otros mecanismos que pueden ser eficientes para evitar esta situación, como es el mercado. Nuestro gran accionista estará interesado en mantener el valor de la empresa, pero no tendrá ningún inconveniente en que le planteen una Oferta

Pública de Adquisición, pues el 60% continúa en su poder y es suficiente con no venderlo.

### *El apalancamiento de control*

Denominamos *apalancamiento de control* ( $A_c$ ) a la relación que existe entre la participación flotante ( $P_f$ ) y la participación de control ( $P_c$ ), de tal forma que indicará cuantos Euros de la participación flotante se gestionan por cada Euro de la participación de control. Este concepto no está desarrollado en la literatura porque la Teoría de Agencia nunca ha examinado el problema de agencia entre los propietarios-accionistas (salvo cuando se refiere al trabajo en equipo de socios).

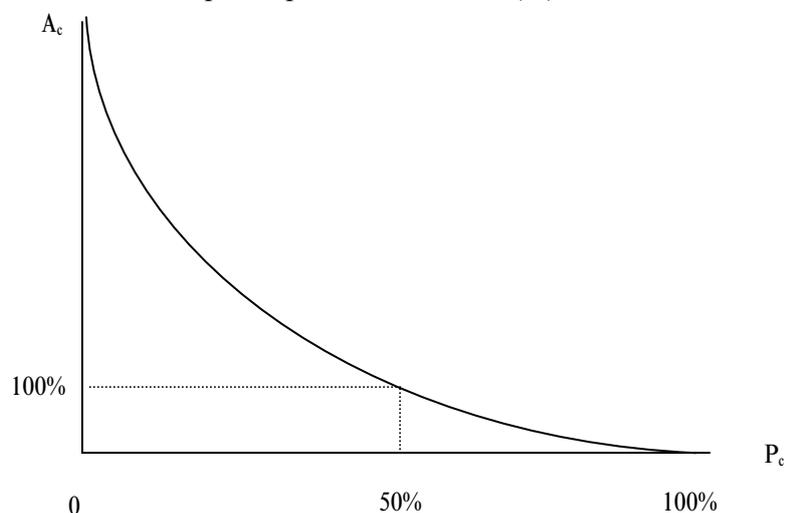
$$A_c = \frac{P_f}{P_c} = \frac{k - P_c}{P_c} = \frac{P_f}{k - P_f}$$

Como hemos dicho anteriormente, la participación de control ( $P_c$ ) estará compuesta por: la participación de los miembros del Consejo de Administración, dado que ellos son quien de forma directa controlan y representan a la sociedad por el hecho de ostentar la representación legal de la misma; además añadiremos la participación de los accionistas significativos que inciden sobre el nombramiento de los consejeros. Dicho de otra forma, la participación de control será la participación de la persona o personas que realmente controlan y deciden sobre la sociedad; estas pueden estar organizadas o bien alcanzar pactos de manera formal o informal, pero en cualquier caso es un grupo pequeño y significativo. En cuanto la participación flotante ( $P_f$ ) será la parte complementaria del capital ( $k$ ) hasta conformar el total de las participaciones en la empresa, todo ello descontada la autocartera, dado que está en manos de la propia empresa.

El apalancamiento de control será 0 cuando el total de la empresa sea de aquel que la controla (por ejemplo del empresario individual), mientras que el apalancamiento de control será menor que uno cuando la participación de

control sea mayor que la participación del resto de accionistas (por ejemplo las sociedades dominadas, G1 y G2), y será 1 cuando la participación de control sea igual a la participación flotante, de forma que aquellos que controlan la empresa tiene la misma participación que el resto de accionistas minoritarios. El apalancamiento de control será mayor que 1 cuando la participación de control sea menor que la participación del resto de accionistas (especialmente G4). Conforme se vaya reduciendo la participación de control y se aproxime a 0 el apalancamiento de control tenderá a infinito.

Figura nº 3.2 – El apalancamiento de control ( $A_c$ ) en función de la participación de control ( $P_c$ )



Como podemos observar en la figura 3.2, cuando la participación de control es del 100% y por lo tanto el agente y el principal es el mismo, desaparece el problema de agencia y el apalancamiento de control es 0. Mientras que cuando la participación de control es del 50%, la mitad del capital controla por completo la empresa, y por lo tanto el otro 50% está en manos de la participación flotante, donde se pone de manifiesto el problema de agencia para cualesquiera valores de  $P_c < 100\%$ , dado que el agente que controla la empresa tomará decisiones que repercutirán en la esfera patrimonial de los otros accionistas (el otro 50%). Cuando la participación disminuye, el apalancamiento de control tiende a infinito, porque el agente (accionista de control) al tener cada vez menos participación controla cada vez más capital flotante, y por lo tanto sus decisiones cada vez afectarán más

a los derechos sobre el residual que corresponden a la esfera patrimonial de los accionistas que poseen el capital flotante. Por ello, presentamos este *apalancamiento de control como una medida del problema de agencia*.

Tabla nº 3.10 – Apalancamiento de control de las sociedades españolas del IBEX35 en 2012, ordenado de menor a mayor

Entidades	Capital en manos del Consejo	% del capital de la participación de control (P <sub>c</sub> )	Grupo de pertenencia en 2012	Apalancamiento de control (A <sub>c</sub> )	Apalancamiento de control acumulado
ENDESA, S.A.	0,00	92,06	1	0,086	0,086
CAIXABANK, S.A.	2,36	77,02	1	0,296	0,382
MAPFRE, S.A.	0,09	74,82	1	0,337	0,718
GAS NATURAL SDG, S.A.	0,02	68,99	2	0,449	1,168
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	0,02	67,43	2	0,475	1,643
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.	54,18	63,94	1	0,508	2,151
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	59,37	64,42	1	0,552	2,703
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	0,14	63,78	1	0,563	3,267
ABENGOA, S.A.	2,51	63,14	1	0,564	3,831
ACERINOX, S.A.	0,11	63,11	2	0,585	4,415
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	48,14	61,45	2	0,624	5,039
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	13,79	59,81	2	0,626	5,666
ACCIONA, S.A.	0,42	59,27	2	0,686	6,352
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	10,24	57,70	2	0,727	7,079
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	41,74	53,90	2	0,822	7,901
INDRA SISTEMAS, S.A.	5,37	51,79	2	0,931	8,832
BANKIA, S.A.	0,00	51,08	1	0,957	9,790
FERROVIAL, S.A.	45,27	50,08	2	0,997	10,786
BANKINTER, S.A.	29,91	45,11	3	1,216	12,003
GRIFOLS, S.A.	7,59	43,17	3	1,316	13,318
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	0,12	34,65	3	1,886	15,205
REPSOL, S.A.	0,04	33,42	3	1,892	17,097
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	0,00	32,53	3	2,068	19,164
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	0,09	31,79	4	2,128	21,293
IBERDROLA, S.A.	0,33	31,43	4	2,152	23,445
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	0,06	27,86	3	2,558	26,003
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	19,91	24,57	4	3,035	29,038
TELEFÓNICA, S.A.	0,18	15,57	4	5,366	34,404
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	0,00	15,44	4	5,454	39,858
ENAGÁS, S.A.	5,03	15,03	4	5,654	45,512
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	0,03	13,11	4	6,296	51,808
BANCO DE SABADELL, S.A.	4,21	10,57	4	8,438	60,246
BANCO SANTANDER, S.A.	1,60	1,60	4	61,030	121,275
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	0,07	0,07	4	1.380,014	1.501,289

Calculando el apalancamiento de control en las empresas estudiadas, y ordenándolo de menor a mayor, podemos observar que las menos apalancadas, ( $A_c < 1$ ) son las que pertenecen a los Grupos 1 y 2.

Mientras que, como vemos, las más apalancadas corresponden a los grupos 3 y 4, de tal forma que las que tienen un apalancamiento de control mayor que uno y menor que dos pertenecen al grupo 3, mientras que, las que tienen un apalancamiento de control entre 2 y 3 corresponden a empresas de los Grupos 3 y 4. Por último, las que tienen un apalancamiento de control mayor de 4 son todas empresas del Grupo 4. Hay que destacar las que tiene mayor apalancamiento de control que son Banco Sabadell, S.A, Banco Santander, S.A. y el caso llamativo del BBVA, S.A. con un extraordinario apalancamiento de 1.308,01€. Retirando este último caso, observamos que el apalancamiento de control acumulado por este grupo de empresas es de 121,28€.

### **3.2.2 – Problema de agencia transversal entre el accionista que controla la empresa y la propia empresa**

Queda claro que hay dos tipos de accionistas, y en el momento en que un gran accionista con la participación de control ejerce la administración de la sociedad, los problemas de agencia surgen de forma transversal: (1) primero entre el interés de los mayoritarios y los minoritarios. (2) En segundo lugar entre el interés de los accionistas que tienen el control de la empresa y los de la propia empresa, que corresponden a la obtención de valor añadido para todos los accionistas y la sociedad. Dado que hay sociedades que forman parte del grupo de otras, podemos encontrar una cierta divergencia entre los intereses de los accionistas (empresa dominante) y la empresa (dominada). Es de observar, por ejemplo, Bankia en 2011. Bankia corresponde al G1, está participada por Banco Financiero y de Ahorros SA en un 52,41%. Esto nos indica que es una sociedad dominada, si bien Banco Financiero y de Ahorros

está participada por las cajas de ahorros, propietarias del negocio bancario. En suma, fusionan los negocios bancarios de las cajas, formando Bankia, y venden acciones (obteniendo financiación propia en el mercado primario) mediante sus oficinas a sus clientes y otros ahorradores hasta reducir su participación al 52,41%, lo que significa que han obtenido (si el capital de Bankia es de 3.456.144.506€) 1.644.779.170€ más la prima de emisión, y realmente el coste de la operación ha sido sólo el ocasionado por la fusión. Obteniendo como resultado unas pérdidas de 3.030.551.000€ (equivalentes al capital social) donde no parece que esté muy alineado el interés de la propia entidad (la supervivencia), con los del Banco Financiero y de Ahorro, su dominante. No hace falta comentar que en este caso no hay residual, desembocando esto finalmente, en la intervención de la entidad. Es un caso extremo, pero se ha dado entre las 34 grandes del IBEX35. En este caso se produce lo que describen Fama y Jensen (1983a, 1983b): cuando los procesos de decisión y control están bajo un mismo directivo, indican que estas empresas sufren por su supervivencia y este directivo termina siendo apartado. La única diferencia es que la sociedad continúa estando dominada y continúan estando unidos los derechos de decisión, control y, en este caso, el derecho sobre el residual.

Es cierto que la LSC tiene una serie de mecanismos que protegen a los socios minoritarios, pero exigen un mínimo del 5% del capital social, salvo para solicitar un notario en la Junta, siendo éste un 1%. Más bien son mecanismos que pretenden no bloquear las pequeñas sociedades, pues como hemos comprobado en el punto anterior, los accionistas significativos con más de un 5% son pocos en el Ibex35 obteniéndose mucho mejor resultado negociando y alcanzando acuerdos.

### **3.2.3 – El problema de agencia entre el interés del accionista significativo y su representante**

Como hemos observado en los distintos grupos, especialmente en los que destacan los accionistas significativos, las empresas que participan (o dominan) en otras compañías no se nombran a sí mismas como miembros del su órgano de administración. Habitualmente nombran a consejeros que suelen ser también miembros del Consejo de Administración de la titular de las acciones, nombrando tantos como le permitan los pactos y las votaciones. Así, la sociedad dominante A propone el nombramiento de los consejeros, que a su vez son los suyos,  $a_1, a_2, \dots a_n$  en la sociedad dominada B. Dejando a parte el problema entre mayoritarios y minoritarios. Si suponemos que la voluntad de la mayoría (del capital) es la voluntad de la empresa, se entiende que la voluntad de A será la voluntad de B, y al estar representado en el órgano de administración de A el poder de B (o una parte muy importante de éste), en teoría debería desaparecer el problema de agencia dado que el interés de A estará alineado con el interés de B en el órgano de administración.

Por otra parte, al tratarse de un órgano colegiado donde el sistema de control mutuo (Arruñada, 1998) debería reducir el problema de agencia, esto aumenta la alineación de los intereses de los consejeros  $a_1, a_2, \dots a_n$  con respecto a los intereses de A.

Otra variante sería la siguiente: en A el accionista dominante fuera  $a_1$  y A dominara a B nombrando a los consejeros  $a_1, a_2, \dots a_n$ . En esta situación, y partiendo de la premisa anterior, el interés de  $a_1$  es el interés de A, y el interés de A será el interés de B. Dado que todos los intereses están alienados debería desaparecer el problema de agencia. Además  $a_1$  establecerá el control mutuo respecto de  $a_2, \dots a_n$ , que pueden ser privados de celebrar contratos futuros. El coste de agencia en los que incurrirán  $a_2, \dots a_n$  será principalmente el de demostrar al sujeto  $a_1$  su fidelidad, demostrando por parte de éstos agentes que no actúan contra los intereses del principal ( $a_1$ ).

### **3.3 – Estudio de un caso radical de apalancamiento de control, las Participaciones Preferentes de Bancaja Eurocapital Finance**

Con objeto de analizar la relación entre el apalancamiento de control y el problema de agencia, hemos analizado el producto financiero denominado “Participaciones Preferentes serie B” emitidas por la sociedad de las Islas Caimán Bancaja Eurocapital Finance, actualmente Bancaja Eurocapital Finance, S.A., todas ellas pertenecientes al Grupo Bancaja<sup>46</sup>, hasta la creación de lo que actualmente es el Grupo BFA<sup>47</sup>.

Se analizaron los siguientes documentos: (a) el Folleto Informativo Completo de la Emisión de Participaciones Preferentes serie B de la Sociedad Bancaja Eurocapital Finance; (b) las Cuentas Anuales de la sociedad Bancaja Eurocapital Finance, S.A.U. de los ejercicios 2002 a 2010; (c) las comunicaciones de Hecho Relevante hasta 2010; y (d) el correspondiente informe de la CNMV sobre operaciones de instrumentos híbridos (véase Anexo I).

#### ***Breve resumen de lo acontecido***

El 11 de diciembre de 1998 se constituyó, de acuerdo con las leyes de las Islas Caimán, la Sociedad Anónima Bancaja Eurocapital Finance (en adelante la Sociedad), con domicilio social en Ugland House<sup>48</sup>, South Church Street, PO Box 309, George Town, Grand Cayman, Islas Caimán, Índias Británicas

---

<sup>46</sup> La sociedad dominante del Grupo Bancaja es Caja de Ahorros de Castelló, Valencia y Alicante, Bancaja.

<sup>47</sup> La sociedad dominante del Grupo BFA es Banco Financiero y de Ahorros, S.A.

<sup>48</sup> Lugar al que se refirió Barack Obama, durante su primera campaña a la Presidencia de los Estados Unidos de América, en los siguientes términos: "O es el edificio más grande del mundo, o es la mayor estafa fiscal del mundo".

Occidentales, causando la inscripción nº 86.415 en el Registro de Sociedades de las Islas Caimán. La Sociedad fue *constituida con un capital social de dos Dólares Estadounidenses* (2,00\$), divididos en 2 acciones ordinarias nominativas con un valor nominal de 1 dólar estadounidense cada una, cuya titularidad ostenta Bancaja, o una de sus filiales, según establece el artículo 9 de los estatutos sociales. Siendo la actividad principal de la Sociedad la captación de fondos para el Grupo Bancaja en el mercado internacional mediante la emisión de participaciones preferentes en los mercados de capitales.

El 15 de diciembre de 1998, la Sociedad emitió 998 acciones ordinarias con un valor nominal de 1 dólar estadounidense cada una, suscritas y desembolsadas íntegramente por Bancaja, quedando fijado el capital social en mil Dólares Estadounidenses (1.000\$) divididos en 1.000 acciones ordinarias nominativas, todas ellas propiedad de Bancaja.

El 3 de marzo de 1999, la Sociedad emitió 500.000 participaciones preferentes serie A de 600 Euros de valor nominal cada una, suscritas y desembolsadas íntegramente, lo que supone un incremento del capital social de trescientos millones de Euros (300.000.000,00€).

El 1 de marzo del 2000, la Sociedad emitió 500.000 participaciones preferentes serie B de 600 Euros de valor nominal cada una, suscritas y desembolsadas, lo que supuso un nuevo incremento del capital social de trescientos millones de Euros (300.000.000,00€).

Quedando los fondos propios de la sociedad valorados en Euros, en marzo de 2000, tal como figura en la tabla siguiente:

Tabla nº 3.11 – Fondos propios de Bancaja Eurocapital Finance en marzo del 2000

<b>Fondos Propios</b>	<b>600.001.034,45€</b>	<b>100,00%</b>
Acciones Ordinarias de Bancaja (1.000,00\$) <sup>49</sup>	1.034,45€	0,000 <sup>50</sup> %
Participaciones Preferentes Serie A	300.000.000,00€	49,999%
Participaciones Preferentes Serie B	300.000.000,00€	49,999%

El 16 de diciembre de 2007 el Consejo de Administración aprobó el cambio de domicilio social a España, fijándolo en la Calle Caballeros, 2 de Castellón de la Plana, y el 17 de febrero de 2008 el accionista único (Bancaja) acordó ampliar capital en 59.517 euros, mediante aumento del nominal de las acciones, quedando un capital social constituido por acciones ordinarias de sesenta mil doscientos Euros (60.200,00€), formado por 1.000 acciones ordinarias de 60,20 Euros de valor nominal cada una de ellas, totalmente suscritas y desembolsadas por Bancaja.

El 1 de junio de 2012 BFA<sup>51</sup> anuncia que no procede el abono de intereses correspondiente a las emisiones de participaciones preferentes entre las que se encuentran las participaciones preferentes serie B de Bancaja Eurocapital Finance S.A.U. y sobre las que se ofreció propuesta de canje por acciones de Bankia.

### ***Características del instrumento de patrimonio “Participaciones Preferentes serie B” de Bancaja Eurocapital Finance***

El término “participación preferente” es una traducción al castellano del término anglosajón “*Preference Share*”. La participación preferente forma

---

<sup>49</sup> El tipo de cambio oficial del Euro del BCE a 1 de marzo de 2000 y era de 0,9667\$/€.

<sup>50</sup> Exactamente la participación de Bancaja en los fondos propios es del 0,000172408%, mientras que ostenta el 100% de los derechos de voto.

<sup>51</sup> Banco Financiero y de Ahorros, S.A.

parte del capital social de la Sociedad<sup>52</sup>. En suma, la participación preferente es una parte alícuota de lo que un conjunto de socios ha aportado de forma efectiva a la Sociedad, y por ello forma parte de los fondos propios, y concretamente del capital social.

En cuanto a las características específicas de las 500.000 participaciones preferentes serie B (ISIN KYG0727Q1156) haremos una breve descripción, según el documento b):

a) Tipología: Son valores al portador que representan participaciones en derechos sobre el patrimonio neto de la sociedad Bancaja Eurocapital Finace, que se acreditan por medio de certificados al portador emitidos por la Sociedad, así como con los certificados emitidos por las entidades adheridas al SCLV<sup>53</sup> de las anotaciones en cuenta.

b) Valor nominal: 600,00€

c) Derechos económicos que confieren:

c.1) Derecho a participar de las ganancias mediante los dividendos (rentabilidad): Las participaciones preferentes tienen derecho a percibir un dividendo predeterminado y variable que será igual al Euribor + 0,20%, con un mínimo anual durante los tres primeros años del 4,43%. El dividendo será pagadero por trimestres vencidos, y quedan fijadas las fechas de pago en el 1 de marzo, 1 de junio, 1 de septiembre, y 1 de diciembre de cada año. El reparto de este dividendo está condicionado a: (1) la existencia de beneficios

---

<sup>52</sup> Tal y como se indica concretamente sobre la serie B en la página 5 de la Introducción y en la página 4 del Capítulo II, en las páginas 4, 5 y 6 del Capítulo III, y en la página 1 del Capítulo V, todo ello del documento “a”.

<sup>53</sup> Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

distribuíbles<sup>54</sup> suficientes y (2) a las limitaciones impuestas por la normativa española sobre recursos propios de las entidades de crédito<sup>55</sup>.

c.2) Derecho a participar en el patrimonio que resulte de la liquidación. Los titulares de participaciones preferentes percibirán, previo a la distribución de activos entre los accionistas ordinarios, una cuota de liquidación de 600€ por cada participación preferente, más un importe igual a los dividendos devengados y no pagados correspondientes al periodo en curso hasta la fecha de pago. El pago de la cuota de liquidación está garantizado por Bancaja.

c.3) Derecho a percibir el precio de amortización. *A voluntad de la Sociedad*, y con autorización del Banco de España, la Sociedad puede amortizar las participaciones preferentes en cualquier momento a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, lo que obligaría a la sociedad a pagar al titular el valor nominal más un importe igual al dividendo devengado hasta la fecha establecida para la amortización.

c.4) Derecho de suscripción preferente. Los titulares no tienen derecho de suscripción preferente de nuevas emisiones que pueda realizar la Sociedad.

d) Derechos políticos:

d.1) Derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales. Los titulares de participaciones preferentes no tienen derecho de asistencia ni de voto en las Juntas Generales, salvo que: (1) se produzca una falta del pago íntegro del dividendo durante cuatro periodos trimestrales de dividendos consecutivos,

---

<sup>54</sup> Se entiende por Beneficios Distribuibles de un ejercicio al menor de los beneficios netos entre Bancaja y su Grupo después de impuestos y partidas extraordinarias, reflejados en los estados financieros auditados y elaborados de acuerdo a la normativa del Banco de España. Estos estados serán no consolidados en caso de Bancaja, o consolidados en caso de que sean referidos al Grupo.

<sup>55</sup> En el supuesto de que Bancaja, o el Grupo, presente un déficit de recursos propios superior al 20% de los mínimos requeridos todas las entidades del grupo deberán destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos.

- (2) se modifiquen los derechos otorgados por las participaciones preferentes o
- (3) en el supuesto de liquidación o disolución de la Sociedad.

d.2) Derecho de información. No hay referencia en el Capítulo II del documento “a” al derecho de información, por lo que no se reconoce para las participaciones preferentes, mientras que sí está reconocido para las acciones ordinarias.

d.3) Derecho de impugnación de los acuerdos sociales. No hay referencia en el Capítulo II del documento “a” al derecho de información, por lo que no se reconoce para las participaciones preferentes, mientras que sí está reconocido para las acciones ordinarias.

e) Liquidez. Para dar liquidez al título, la emisión cotiza en el Mercado AIAF<sup>56</sup> de Renta Fija y además el Deutsche Bank Aktiengesellschaft, mediante el contrato de liquidez celebrado con la Sociedad y depositado en la CNMV, asume la obligación de proporcionar liquidez a la negociación de las participaciones preferentes en el mercado en el que cotizan.

f) Riesgo. Los principales riesgos, reconocidos en el folleto, que se tienen al suscribir estas participaciones preferentes son: (1) riesgo de no percepción de dividendos, (2) riesgo de liquidación<sup>57</sup> de la emisión, bien por la liquidación o disolución de la sociedad o de Bancaja, (3) riesgo de amortización por parte del emisor, y (4) riesgo de mercado.

g) Garantías. Bancaja garantiza la emisión con carácter irrevocable y solidario. La garantía alcanza a (1) los dividendos devengados y no pagados, (2) al precio de amortización de las participaciones, y (3) a la cuota de liquidación.

---

<sup>56</sup> AIAF es el mercado español de referencia para la Deuda Corporativa o renta fija privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles.

<sup>57</sup> Las participaciones preferentes no constituyen un depósito bancario, y no están incluidas entre las garantías de Fondo de Garantía de Depósitos.

h) Entidades participantes:

- h.1) Entidad que emite: Bancaja Eurocapital Finance
- h.2) Entidad garante: Bancaja
- h.3) Entidad directora: Deutsche Bank Aktiengesellschaft
- h.4) Entidad depositaria: Bancaja.
- h.5) Entidad de enlace: Bancaja.
- h.6) Entidad agente: Bancaja.
- h.7) Agente de pagos: Bancaja.
- h.8) Entidad proveedora de liquidez: Deutsche Bank Aktiengesellschaft.
- h.9) Entidades colaboradoras: Bancaja y Deutsche Bank Aktiengesellschaft.

Al trasladar el domicilio de la sociedad desde las Islas Caimán a Castellón de la Plana, las “participaciones preferentes” no sufrieron ninguna otra modificación, más allá de la nacionalidad y domicilio de la sociedad emisora, según la comunicación de la propia sociedad emisora.

La participación preferente se menciona en nuestro Ordenamiento Jurídico en el artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y se desarrolla en la disposición adicional segunda. En la disposición adicional segunda se enumera una serie de requisitos que deben cumplir las participaciones preferentes y las entidades que las emiten – generalmente en relación con el grupo consolidado–, se establece el régimen fiscal aplicable, y algunas otras matizaciones. Pero en nuestro Ordenamiento no se define como tal, ni se establecen los criterios de emisión, reglas y límites, respecto a la sociedad que las emite y tampoco sobre las garantías para el que las suscribe, más allá del cumplimiento de los requisitos mencionados. Llama

la atención su escueta regulación respecto a la regulación de otros instrumentos. Por otra parte, sí quedan claras algunas de las características financieras del instrumento, como son que debe formar parte de los fondos propios, y que no es una deuda al no poder su titular exigir el pago al emisor.

En cuanto al concepto de acción preferente, Fernández Blanco (1992, p.169) la define de la siguiente forma:

“Se llaman pues acciones preferentes a todas aquellas cuyas características incorporan diferencias respecto al modelo ‘corriente’ o habitual. (...) Las acciones preferentes más habituales son las que aseguran un dividendo mínimo a sus propietarios, aun en el caso de no repartir dividendos a los accionistas comunes. Muchos autores las consideran un título híbrido entre acciones y obligaciones, pero a pesar de sus características diferenciales, son siempre recursos propios.”

Dentro de las acciones preferentes se pueden considerar algunos tipos que incorporan o pueden incorporar privilegios negativos, es decir, acciones con menos derechos de los habituales; este es el caso de las *acciones sin derecho a voto*.

Dadas las características de este instrumento de patrimonio en cuanto a la sociedad que las emite –no en relación con el grupo consolidado–, podríamos asimilarlo a lo que en nuestro Ordenamiento Jurídico pudieran ser las acciones sin derecho a voto, reguladas en los artículos 98 a 103 de la Ley de Sociedades de Capital. Aunque nuestras acciones sin derecho a voto, en compensación por la pérdida de ese derecho, gozan de los siguientes derechos: (1) obtener un dividendo anual mínimo fijo o variable, que establecen los estatutos sociales, y que deberá ser acordado por la Junta General siempre que existan beneficios distribuibles, (2) en caso de reducción de capital por pérdidas, las acciones sin derecho a voto no se verán afectadas si no se supera el valor nominal de las acciones con voto, y (3) en caso de liquidación, las acciones sin derecho a voto tienen derecho a recibir el valor desembolsado antes de que se distribuya ninguna cantidad a los accionistas ordinarios. Además, es una garantía adicional que las sociedades no puedan emitir

acciones sin derecho a voto por más de la mitad del capital social desembolsado. Por ello *el accionista sin derecho al voto, al carecer de sus derechos políticos, no puede influir en las decisiones de la empresa, por lo que el riesgo al que se expone debe ser minorado y compensado mediante una retribución conocida de antemano*, al margen de la marcha de los negocios de la empresa, dado que no puede influir de ninguna forma, pero sí que ha realizado una aportación financiera que está siendo usada para financiar la actividad de la entidad. En España, la Sociedad solamente habría podido emitir 500,00\$ de acciones sin derecho a voto.

En resumen, lo que entendemos que se ha producido en realidad es que un accionista (Bancaja) con una inversión de 1.000 dólares estadounidenses, (esta es la titularidad del 100% de las acciones ordinarias), ha captado recursos financieros por valor de 600.000.000 Euros mediante la emisión de participaciones preferentes, *que no está obligado a devolver* (por pertenecer a los fondos propios), y *que puede invertir como considere oportuno. Lo que representa un apalancamiento de control, hasta el 17 de febrero de 2008, de 580.018,36€*. Es decir, *por cada Euro que Bancaja invierte en la participación de control, incorpora y controla 580.018,36€* (a partir del 17 de febrero de 2008 la Sociedad llevó a cabo una ampliación de capital y pasó a tener un *apalancamiento de control (A<sub>c</sub>) de 9.966,78€*). Todo ello, a cambio de una remuneración en forma de dividendos de Euribor+0,20%, siempre que pueda repartirlos, y si no puede repartirlos no tendrá la obligación de retribuirlos, dado que no se devengan.

### ***Análisis de las Cuentas Anuales de la empresa***

La actividad principal de la Sociedad es la de captar fondos para el Grupo Bancaja, y la captación se llevará a cabo fundamentalmente mediante la emisión de participaciones preferentes. Estos fondos están destinados a la constitución de depósitos subordinados con el garante (Bancaja) y cuya remuneración se destinará a la satisfacción de los dividendos preferentes

correspondientes a las participaciones preferentes (Doc. “a”, capítulo IV, pág. 1). Esta práctica se pone de manifiesto en la Nota 2 de las Notas Aclaratorias de los Estados Financieros de las cuentas anuales del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2002, donde se puede leer que “La sociedad invierte sustancialmente todos sus activos en Depósitos a Largo Plazo con su Matriz.”. Además, en la Nota 3 de las mismas cuentas anuales, también se puede leer:

“La Sociedad y la Matriz –Bancaja– han acordado un tipo de interés para ambos depósitos subordinados –los que corresponden a las participaciones preferentes serie A y B– que será al menos igual a los dividendos a pagar sobre las Participaciones Preferentes correspondientes en cada fecha de pago de dividendos. El ingreso relacionado se contabiliza en el epígrafe ‘ingresos financieros’ de la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2002 y 2001.”

Con estos ingresos financieros se retribuye vía dividendos, tal y como figura en la Nota 4 de Recursos Propios, a los titulares de las participaciones preferentes, en función de lo pactado.

En las cuentas anuales cerradas al 31 de diciembre de 2005, que figuran en el documento “b.2”, *se observa que la emisión de participaciones preferentes series A y B no figura entre los Fondos Propios en el pasivo del balance, como figuraban hasta ese momento, sino que figuran entre las deudas, y posteriormente son desarrollados en la Nota 5 de las Notas a los Estados Financieros. También ha sido modificada la columna del Balance que corresponde al ejercicio 2004, dado que en el ejercicio 2004 las participaciones preferentes formaban parte de los Fondos Propios. En cuanto a los principios contables aplicados que figuran en la Nota 2 se puede leer:*

“La Norma Internacional Contable 32 Instrumentos Financieros: Revelación y Presentación (“IAS32”), exige a las entidades que emiten instrumentos financieros que clasifiquen dichos instrumentos como pasivos o recursos propios de acuerdo con la sustancia del acuerdo contractual y las definiciones contenidas en IAS32 de un pasivo financiero y de instrumento de

capital. En este sentido, la IAS32 exige que los instrumentos financieros que confieran al titular el derecho de presentar de nuevo el instrumento al emisor, a cambio de efectivo u otro activo financiero, deberán clasificarse como pasivo del emisor.”

Además añaden:

“Las Participaciones Financieras emitidas por la Sociedad *confieren al titular* de las participaciones preferentes el derecho de rescate de sus participaciones por efectivo igual al valor de la inversión de la Sociedad. En el contexto de la IAS32, la existencia de la opción para el titular de las participaciones preferentes de presentar de nuevo las participaciones de la Sociedad a cambio de efectivo, exige que la Sociedad clasifique las Participaciones Preferentes como pasivo (...) Dado que las Participaciones Preferentes se clasifican como pasivo, los dividendos abonados a los titulares de las Participaciones Preferentes se reconocen por la Sociedad como gastos en lugar de distribución de capital.”

En cambio en *la Nota 5 de las mismas Cuentas Anuales se explicita que:* (1) no forman parte de los fondos propios, (2) son participaciones, (3) que dan derecho a percibir intereses, (4) que “pueden ser rescatadas por la Sociedad, sujeto a la aprobación previa del Banco de España, en su totalidad pero no en parte, por el valor nominal por participación, en cualquier fecha siguiente al 1 de junio de 2005, inclusive”, y (5) no conceden derechos de voto salvo en determinadas situaciones.

Como se puede observar, esta declaración realizada por el Consejo de Administración en las Cuentas Anuales del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2005, modifica tácita y sustancialmente elementos recogidos en el folleto informativo (doc. “a”) por el que se emitieron las Participaciones Preferentes Serie B de la sociedad Bancaja Eurocapital Finance, y concretamente modifica los siguientes elementos: (1) que las participaciones

preferentes formen parte del capital social del emisor<sup>58</sup> y (2) que las participaciones preferentes se retribuyan mediante dividendos<sup>59</sup>.

Esto implica una modificación tácita y sustancial del instrumento financiero, de tal forma que *se transforma una participación preferente que forma parte del capital social en un empréstito u obligación sin vencimiento, o perpetua, que da derecho a intereses, pero estos intereses únicamente se devengarán en caso de que la Sociedad y el Grupo puedan repartir dividendos. Por ello los titulares de las participaciones preferentes mutan a acreedores que nunca recibirán su principal y que recibirán los intereses del mismo en caso de que la ventura empresarial sea positiva y puedan repartir dividendos. Todo lo cual entendemos que es asumir un riesgo que no se puede pedir, razonablemente, a un acreedor, y que si hubiera figurado de forma explícita en las condiciones de la emisión, no habría encontrado suscriptores para la misma.*

Efectivamente, en las cuentas anuales cerradas el 31 de diciembre del ejercicio 2007, las primeras que se presentan según el Plan General de Contabilidad, se observa que la emisión de participaciones preferentes (series A y B) figura entre los Acreedores a Largo Plazo, y posteriormente son desarrollados en la Nota 8 de la Memoria donde se explicita que: (1) son deuda, (2) son participaciones preferentes, (3) son perpetuas, (4) dan derecho a percibir remuneración en efectivo reflejada en el capítulo de “Gastos financieros y gastos asimilados”, (5) no conceden derechos políticos, y (6) en cuanto al pago de los intereses, y anteriormente reparto de dividendos, podemos leer en el documento:

---

<sup>58</sup> Tal y como figura en la pág. 5 de la Introducción epígrafe “Descripción de las Participaciones Preferentes Serie B”, pág. 4 del capítulo II epígrafe “Naturaleza”, y pág.4 del Capítulo III epígrafe “Informaciones sobre el capital”, del documento “a”.

<sup>59</sup> Tal y como figura en la pág. 5 de la Introducción epígrafe “Derechos que otorgan las Participaciones Preferentes Serie B”, pág. 10 de la Introducción epígrafe “Términos y condiciones principales de la emisión de Participaciones Preferentes serie B”, pág. 5 del Capítulo II epígrafe “Derechos Económicos”, pág. 17 del Capítulo II epígrafe “Dividendo”, pág. 25 del Capítulo II epígrafe “Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de dividendos”, del documento “a”.

“la distribución de la remuneración está condicionada; (a) a la obtención de Beneficio Distribuible suficiente por Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, o por su Grupo Consolidable, definido para las entidades de crédito por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros (el menor de los dos); y (b), a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria española sobre recursos propios de las entidades de crédito. Si por alguna de esas razones la Sociedad no pagara, en todo o en parte, la remuneración correspondiente a algún periodo, los titulares de las participaciones preferentes perderán definitivamente el derecho a percibir la referida remuneración”

Todo ello suscita una pregunta suponiendo la certeza de todo lo anterior. ¿Porqué un acreedor tiene que correr con el riesgo de no percibir los intereses de una deuda, en base a la consecución del beneficio distribuible y de las limitaciones sobre los recursos propios por parte del deudor?, siendo que el acreedor no participa en las decisiones de la Sociedad como lo hace un accionista. ¿Estamos en un caso en el que la ingeniería financiero jurídica utilizada está al servicio del engaño?

Continúa sin existir comunicación de hecho relevante sobre estos extremos en la CNMV.

### ***De la dirección de la sociedad y los conflictos de intereses***

Según figura en el folleto informativo completo (doc. “a”), la Sociedad es una filial controlada 100% por Bancaja, que además es su único cliente. Además, los Consejeros de la Sociedad son: el Director de la Asesoría Jurídica de Bancaja, el Director de Gestión Financiera de Bancaja, el Director de la Sucursal en Miami de Bancaja y dos empleados de Queensgate SPV Services.

A lo largo de las Cuentas Anuales examinadas, la Sociedad ha sido participada completamente por Bancaja y la mayoría de sus Consejeros son

representantes y miembros ejecutivos de Bancaja, siendo esta última el único cliente de la Sociedad a la que se cedían los fondos captados.

Según figura en las Cuentas Anuales cerradas el 31 de diciembre del ejercicio 2010, la Sociedad pertenece a un Grupo de empresas más amplio del cual Banco Financiero y de Ahorros, S.A.<sup>60</sup> es cabecera.

Uno de los principales elementos que han permitido el crecimiento de la Sociedad Anónima a lo largo de su historia ha sido la separación entre propiedad y control, así se ha facilitado la entrada de pequeños accionistas separándolos de la dirección, de tal forma que quien ejerce la dirección y control de la empresa es el directivo profesional. En este caso se puede observar que los accionistas no tienen derecho de voto, por lo que quedan mermadas o eliminadas sus posibilidades de control, y el accionista mayoritario, mediante sus directivos, concentra todos estos derechos, generándose así un conflicto de intereses entre los propietarios del capital (el principal) y la dirección que además es el accionista mayoritario (el agente), con los accionistas preferentistas sin derecho a voto. Se produce así un problema que va más allá de lo que hemos analizado en esta Tesis como el problema de agencia enunciado por Jensen y Meckling en 1976, que da lugar, junto con los trabajos de Fama en 1980 y de Fama y Jensen en 1983, a lo que conocemos como la Teoría de Agencia en su formulación clásica.

En el caso descrito, el problema de agencia se ve exacerbado y aumentado por la supresión de los derechos de voto de los accionistas (preferentistas), lo que sitúa la estructura institucional de esta empresa en un camino sin retorno que impide la moderación o el control del problema de

---

<sup>60</sup> Bancaja junto con Caja de Ahorros y Monte Piedad de Madrid, Caja Insular de Ahorros de Canarias, Caja de Ahorros de Ávila, Caixa d'Estalvis Laietana, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia y Caja de Ahorros de La Rioja han suscrito un contrato de integración para la constitución del grupo económico que tiene como cabecera Banco Financiero y de Ahorros, S.A.

agencia. Una institución que es, sólo, una ficción legal para financiarse fuera de las reglas institucionales de los mercados de capital.

El problema de agencia, recordamos, surge cuando el agente no actúa en el mejor provecho del principal, dado que ambos tienden a maximizar su utilidad desviándose las actuaciones del agente de los intereses del principal. Cuando Bancaja es única propietaria de las acciones de la sociedad, toma decisiones que maximizan su utilidad. En cambio cuando toma fondos mediante el capital social (bien mediante participaciones preferentes o mediante la venta de acciones) aparece la divergencia entre los intereses de Bancaja y los otros socios externos. Al tener otros nuevos socios de los que capta sus recursos financieros, las decisiones que toma Bancaja, único tomador de decisiones al ostentar el 100% de los derechos de voto, repercute sobre la esfera patrimonial del resto de accionistas (dado que existe el riesgo a no tener dividendo), sin poder realizar estos participacionistas ningún control sobre el agente que toma la decisiones.

En suma, se pueden observar un conflicto de intereses relevante:

El que se da *entre Bancaja y sus clientes participacionistas*, dado que al ser la entidad depositaria y agente coloca (vende) en el mercado (a sus clientes) las participaciones preferentes de la empresa gestionada y controlada por ella misma, y como se puede observar en el histórico del título en el mercado AIAF, las operaciones se han tramitado habitualmente próximas a su valor nominal.

Además, un informe de la CNMV también ha identificado una inadecuada gestión de interés entre los clientes de la entidad, y también se ha detectado una inadecuada gestión entre los intereses entre la propia entidad y sus clientes como hemos podido comprobar en el documento analizado “d”. En dicho informe, y a modo de resumen, se concluye que los precios cercanos al 100% del valor nominal, y que fueron fijados mediante el sistema de compraventa realizados por la propia entidad entre los preferentistas, no coinciden con el valor razonable del producto financiero, entendiéndose como

valor razonable el valor teórico (ver Anexo I sobre la valoración teórica de las participaciones), que podía ser conocido por la entidad. Además, el mismo informe de la CNMV ha identificado una inadecuada gestión de interés entre los clientes de la entidad, y también se ha detectado una inadecuada gestión de los intereses entre la propia entidad y sus clientes, entre otros; lo que en otras palabras pone de manifiesto el problema de agencia.

### *Conclusiones sobre el caso*

Parece desproporcionado el hecho de que una sociedad con 1.000\$ emita “papel” por valor de 600.000.000€, manteniendo el único accionista todos los elementos de control sobre la sociedad, de tal forma que el accionista que ostenta el 0,000172408% de los Fondos Propios controla el 100% de la Sociedad, o lo que es lo mismo, un apalancamiento de control ( $A_c$ ) de 580.018,36€.

No queda justificado, ni en la lógica ni en la ética, el interés que tiene una caja de ahorros española en constituir una sociedad en las Islas Caimán, siendo que figura entre la lista de paraísos fiscales del Real Decreto 1080/1991 modificado por el Real Decreto 116/2003.

En cuanto a las características del instrumento financiero, resulta sorprendente la rentabilidad tan baja que ofrece, dado que únicamente puede ser interesante para un inversor en el caso de que el riesgo asociado sea similar al del Bono alemán a 10 años o al Bono Suizo a 10 años (ver Anexo I sobre la valoración de las participaciones preferentes), más aún tratándose de una renta perpetua. Por otra parte habría sido un producto financiero más equilibrado si los preferentistas hubieran podido recuperar los derechos políticos en el caso de no percibir dividendos. Esta medida habría permitido que los preferentistas pudieran velar por su inversión con los medios de control que tienen los accionistas cuando los directivos no consiguen los objetivos.

El accionista mayoritario y dominante, Bancaja, ha utilizado los fondos captados mediante las participaciones preferentes para financiarse a un coste bajo de Euribor+0,20% sin la obligación de tener que reintegrar el principal.

Durante el ejercicio 2005, sin Comunicación de Hecho Relevante, Bancaja modificó en sus Cuentas Anuales las partidas en las que se encontraban reflejadas las participaciones preferentes, pasando de ser consideradas por la Sociedad como Fondos Propios, esto es “formar parte del capital social” tal como indica en el folleto informativo, a ser considerada Deuda a largo plazo. Además, también se modificó la forma de contabilizar la retribución de las participaciones preferentes. Antes eran consideradas dividendos y durante el año 2005 pasan a ser consideradas “Gastos por intereses”. Lo que implica de forma tácita que el participacionista pasa a ser considerado un acreedor, pero un acreedor muy especial, dado que es perpetuo, y además solamente se le retribuirá mientras que el deudor tenga beneficio distribuible y cumpla con los parámetros establecidos para los recursos propios aplicables a su sector, sustanciándose el hecho de que el acreedor no participa en la toma de decisiones del deudor, ni del Grupo, ni de Bancaja.

Se pueden observar tres niveles de conflictos de intereses entre las relaciones que se establecen entre Bancaja, la Sociedad, y los titulares de las preferentes que a su vez son clientes de Bancaja. Este conflicto de interés pone de manifiesto el problema de agencia cuando la Sociedad, dominada por Bancaja, toma los fondos de los participacionistas para cederlos a Bancaja. Es muy probable que de este modo Bancaja actúe de forma tal que maximice su utilidad, apareciendo una clara divergencia entre los intereses de Bancaja y los participacionistas, con la peculiaridad de que las decisiones que toma Bancaja repercuten sobre la esfera patrimonial de los preferentistas y, por ello, los dos niveles del conflicto de intereses son:

1º Entre Bancaja (accionista con el 100% de los derechos políticos) y el resto de participacionistas, Bancaja hará y deshará a su antojo con una participación irrisoria.

2º El que surge entre Bancaja y sus clientes que pasan a ser titulares de acciones preferentes, dado que es ella misma la entidad depositaria y agente que vende los títulos de la empresa controlada y gestionada por ella con el objeto de obtener fondos aun precio muy bajo, en beneficio propio y en perjuicio de sus clientes. Pues como hemos comprobado en el Anexo I, los valores de mercado estaban alejados de los valores razonables calculados mediante métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados, y alejados de los modelos generalmente utilizados para valorar este tipo de operaciones.

En el caso descrito, como hemos dicho, el problema de agencia se ve exacerbado por la supresión de los derechos de voto de los accionistas (aquí preferentistas). Esto sitúa la estructura institucional de la empresa en un camino en el que no existen soluciones posibles para el problema de agencia, puesto que aquella parte de accionistas (una parte del principal) que se ve perjudicada por la empresa, no tiene instrumentos para corregir la situación, más allá de la venta de los títulos, que se ve dificultada posteriormente por la propia Bankia.

### **3.4 – Conclusiones sobre las observaciones llevadas a cabo en este Capítulo**

Ante la Proposición 2 planteada en el Capítulo II de esta Tesis:

“Los accionistas que dominan una parte significativa (o suficiente) del capital de las grandes compañías (IBEX35), con diferente intensidad en diferentes grupos de estas compañías, generan importantes problemas de agencia con respecto a los accionistas poseedores del resto del capital flotante.”

Hemos observado las empresas españolas que forman el IBEX35 al final del año 2012, porque entendemos que cumplen las características de las empresas abiertas, y hemos agrupado las 34 empresas en cuatro grupos: (G1) empresas dominadas, (G2) empresas controladas por un grupo de personas, (G3) empresas controladas por un grupo de personas en función de la asistencia, y (G4) empresas de control flotante. Las principales conclusiones son que el 52,94% de estas grandes empresas abiertas están controladas bien por otra empresa o por un pequeño grupo de personas, que poseen más de la mitad de los derechos de voto, mientras que únicamente el 29,41% se asemejan al modelo de sociedad abierta de Fama y Jensen, pues la mayoría de derechos de voto están en el capital flotante.

Es por ello, los mecanismos de mercado que proponen Fama y Jensen no prosperarían en empresas del Grupo 1 y 2, y difícilmente dependiendo, de las circunstancias en el Grupo 3. Únicamente serían viables en el Grupo 4, el 29,41% de las empresas observadas. Por lo tanto, aceptamos que la composición del accionariado de las grandes empresas abiertas españolas no permite que el mecanismo de control de mercado descrito por Fama y Jensen en la Teoría de Agencia, sea útil para controlar el problema de agencia, en una parte importante de los casos aquí descritos.

Además, hemos observado otros problemas de agencia, que en algunos casos hemos anunciado en el Capítulo II, como son:

a) El problema transversal de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Parece claro que hay dos clases de accionistas, los que son propietarios de la sociedad por ejercer su control sobre ella, y los que no lo son. Por lo que nos preguntamos si los intereses de los socios que controlan la sociedad son coincidentes con los accionistas minoritarios.

En este punto, como hemos visto, surge el apalancamiento de control, entendido como la relación que existe entre la participación flotante y la participación de control, de tal forma que indicará cuantos Euros de la participación flotante se gestionan por cada Euro de la participación de control. Observamos además que el apalancamiento de control ( $A_c$ ) toma valores menores que 1 en el caso de los Grupos 1 y 2, las empresas que toman valores entre 1 y 2 están en el Grupo 3; mientras que con valores entre 2 y 3 encontramos empresas tanto del Grupo 3 como del 4. A partir de apalancamientos de control con valores de 3 o más, únicamente encontramos empresas del Grupo 4. La suma del apalancamiento de control de las empresas españolas del IBEX35 para el año 2012 es de 1.501,29€. Si no tenemos en cuenta el BBVA en las empresas españolas del IBEX35, la suma del apalancamiento de control de las 33 empresas restantes es de 121,28€.

b) Por último tenemos el problema de agencia que surge entre el interés de un accionista significativo y su representante en el Consejo de Administración. Las grandes compañías que participan en otras suelen nombran consejeros dominicales, y entendemos que pueden aparecer problemas de agencia en esta relación, pues es posible que los intereses del consejero dominical no coincidan plenamente con los intereses de la empresa que le nombra.

Finalmente, hemos analizado el caso de las participaciones preferentes de Bancaja Eurocapital Finance, donde hemos observado, tras el estudio de la documentación y su evolución, que existe un problema de agencia transversal

entre el accionista mayoritario (o de control) y los minoritarios (preferentistas), que se pone de manifiesto con el apalancamiento de control de la empresa, dado que en un primer momento es de 580.018,36€, y posteriormente de 9.966,67€.

Como hemos dicho, en este caso el problema de agencia se ha visto exacerbado por la supresión de los derechos de voto de los accionistas (participacionistas), y como consecuencia esta empresa ha entrado en un camino sin retorno en lo que se refiere al control del problema de agencia. Es como hemos dicho, una institución que se financia fuera de las reglas institucionales de los mercados de capital.

Todo el análisis efectuado en este Capítulo abona el contenido formulado en la Proposición 2.



## **Capítulo IV.– Agente versus Administrador fiel formas de dirección y *performance***

Como hemos dicho en el Capítulo I, para que el Consejo de Administración esté en disposición de cumplir sus funciones de control deben cumplirse dos condiciones básicas. La primera, que consideramos como *condición necesaria*, que aquel que actúa proponiendo decisiones o llevándolas a la práctica (*derecho de decisión*), no sea el que efectúa el control (*derecho de control*). Esto se cumple en la gran mayoría de las Sociedades Anónimas (SA) del Mercado Continuo español, en las que el Consejo de Administración es depositario del *derecho de control* en su expresión o autoridad máxima, como órgano distinto de aquellos que proponen decisiones o las implementan (la Alta Dirección y otros cargos directivos). La segunda condición, *condición suficiente*, es que el interés –o el comportamiento– de los miembros del Consejo esté orientado suficientemente a la defensa de los intereses del principal.

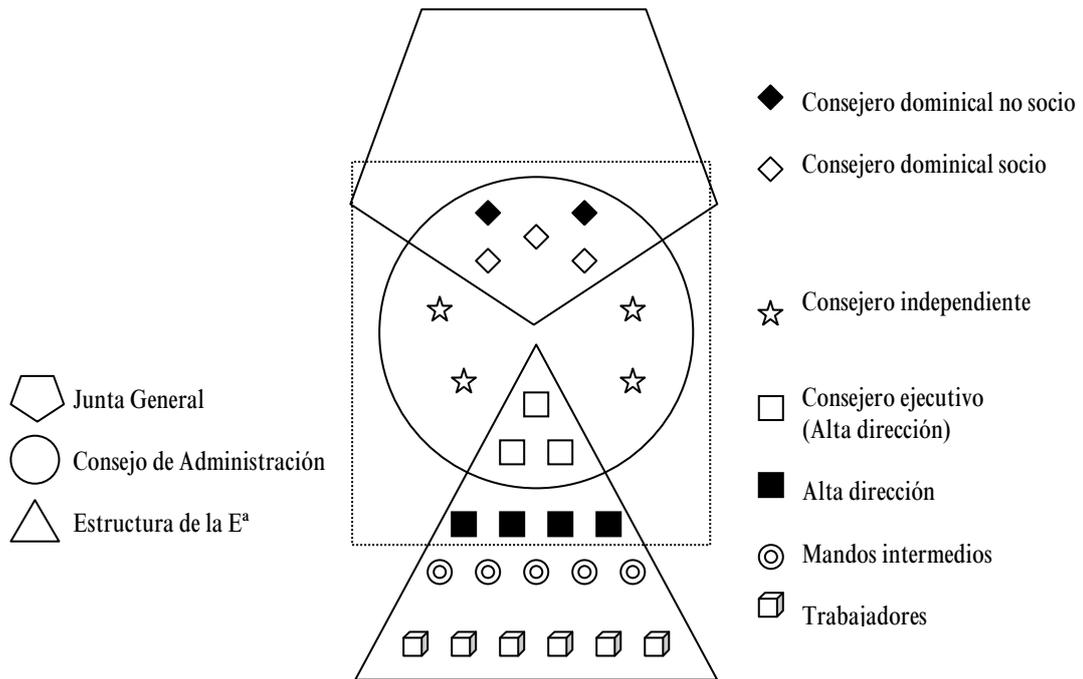
Así, pues, en la gran mayoría de las SA (especialmente las muy grandes), que son las que sirven como modelo para la Teoría de Agencia, *el Consejo de Administración puede ejercer plenamente su labor de control al no estar*

*directamente implicado en la elaboración y propuesta de las decisiones* (Hesterly y Barney, 2010; Fama y Jensen, 1983a, 1983b), dándose por supuesto que los consejeros (*condición suficiente*) defenderán los intereses del principal. Sin embargo Donaldson (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson, 2001; Donaldson y Davis, 1991) mantiene una posición diferente: la *stewardship theory* o Teoría del Servidor Fiel. Según esta teoría las relaciones de cooperación y confianza entre los Consejeros y los directivos ejecutivos (algo que para Donaldson significa más libertad y menos control, o una forma diferente de ejercer el control) “incrementa la motivación intrínseca de estos últimos y lleva de este modo a elevar los beneficios corporativos y los retornos para los accionistas” (Donaldson, 2001, p. 256).

Como decíamos en el Capítulo I: “nada hay que pueda asegurar o reglar completamente la actuación de los agentes –las personas– salvo el modo en el que éstos deciden comprometerse y perseguir su propio interés”; y en este sentido, aunque la conducta basada en la motivación intrínseca dejará márgenes de incertidumbre –dadas las diferentes vertientes de la naturaleza humana–, quizá merezca la pena explorar, como haremos a continuación, los niveles de compromiso y de satisfacción de la Alta Dirección (AD) y, como consecuencia, su percepción de las diferentes formas de *performance*, como resultado de las diferentes formas de control o de comportamiento –formas de relación– establecidas por el Consejo de Administración (CA).

En este Capítulo analizaremos las relaciones que se establecen entre el Consejo de Administración y la Alta Dirección formada por los consejeros ejecutivos y el resto de altos directivos tal como queda reflejado en la figura 4.1.

Figura nº 4.1 – Órganos implicados en el análisis del Capítulo IV



Fuente: Adaptado de Tricker (2009)

#### **4.1 – Hipótesis de la investigación empírica**

La investigación empírica se sustancia en comprobar si, efectivamente, formas de dirección distintas impulsadas o impuestas por el Consejo de Administración (CA) en su relación con la Alta Dirección (AD) (variable explicativa), producen diferentes niveles de *performance* empresarial (variable explicada) (DeRue y Ashford, 2010; Liu, et al., 2003; Lan y Eracleus, 2010), obteniendo esta última de los diferentes niveles de importancia y satisfacción que atribuyen los directivos a la *performance* de la empresa (crecimiento y rendimiento financiero).

Dada la naturaleza o el tipo de las empresas investigadas (empresas SA cotizadas en el Mercado Continuo español), sus datos financieros podrían haberse obtenido de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como hemos hecho en el Capítulo III, o de la propia página web corporativa en la que deben publicar sus Cuentas Anuales auditadas (entre otros documentos), pero existen razones para que, en esta investigación, prefiramos los datos encuestados mediante escalas de Likert a la AD, correspondientes a *niveles de importancia y satisfacción del crecimiento y el rendimiento financiero*. Niveles de *importancia* y de *satisfacción* son dos medidas subjetivas que indican la visión de la AD sobre la situación futura y actual de la empresa y, por tanto, su percepción de un mayor o menor éxito empresarial que, presumiblemente, se sustanciará antes o después en crecimiento efectivo y en resultados financieros reales.

Esa sustanciación efectiva o real, sin embargo, puede verse desviada por situaciones de crisis económica o diferentes circunstancias de la competencia en los mercados, sin que las diferentes formas de *gestión organizativa interna* (formas de dirección y organización de los diferentes niveles directivos o de personal, o sus incentivos y motivación) lleguen a traducirse en los resultados de cuota de mercado o financieros. En general, las decisiones estratégicas deben tener –tendrán– su correlato empírico en el mercado (resultados de

mercado), pero en las decisiones correspondientes a la adopción de modelos o patrones que se refieren a las *formas de organizar* –y mucho más si no se refieren a formas de organización directamente relacionadas con la producción– *con efectos sobre el comportamiento* (el problema de agencia en este caso), puede ser más apropiada la comprobación de los niveles de importancia y satisfacción sobre la *performance* (Donaldson, 2001): lo que está en la mente de los directivos, y les mueve hacia el cumplimiento de los objetivos.

Las formas de dirección y liderazgo de Liu, et al. (2003), son las que nosotros adoptamos como conjunto de formas posibles de dirección, que se producen como consecuencia de las relaciones entre el Consejo y la AD. De qué modo el Consejo de Administración se relaciona con la AD de la empresa (con el Director General y sus más próximos colaboradores) con uno u otro de los estilos o formas de dirección que propone Liu et al. Los cuatro estilos propuestos por Liu et al. corresponden a:

1. Forma de dirección *directiva*, basada fundamentalmente en el cumplimiento de las indicaciones y órdenes del superior jerárquico; lo cual, si bien es literalmente imposible en las relaciones CA-AD, sí que debe ser considerado como una forma autoritaria (sin confianza ni concesiones) de la relación CA-AD.

2. Forma de dirección *transaccional*, en la que la buena actuación del subordinado se basa en un sistema adecuado de recompensas; lo cual, si se cumple, se aproxima en la dimensión organizativa a la *ley de reciprocidad* de Gouldner (Ouchi, 1980) y establece las condiciones que estimulan una mayor dedicación y cumplimiento del directivo. Su implementación financiera, cuando se basa en derechos de compra sobre acciones (Court, Baril y Briggs, 2005), es una recompensa *externa* a las formas de relación CA-AD que puede estar muy alejada de la forma correcta de incentivos (aquella que hace coincidir el interés del agente con los objetivos más convenientes para la empresa).

3. La forma de dirección *transformacional*, basándose en una mayor confianza hacia el subordinado (la AD en este caso; Hipótesis 1.1) y dando una mayor libertad a sus actuaciones en la asignación de recursos (Hipótesis 2), potencia la independencia, autonomía y creatividad de la dirección (AD), y se supone que está guiada por una implicación positiva del agente en el cumplimiento de los objetivos.

4. Finalmente, el estilo que concede al agente el poder de decisión (*empowering leadership* para Liu et al.), le otorga todas las posibilidades para potenciar su iniciativa y su creatividad, y adoptar decisiones bajo su responsabilidad, suponiendo, como en el caso anterior, que habrá una implicación positiva del agente (AD), como consecuencia de este *apoderamiento*.

En el caso de la AD de una gran empresa es evidente que, en una primera aproximación, el estilo de dirección correspondiente al *apoderamiento* parece tener carácter universal. En el Director General de una gran SA delega una gran cantidad de poder. Es el *apoderado* y el representante efectivo de la empresa ante terceros, y la máxima autoridad en la jerarquía organizativa interna. De modo que podríamos concluir que esta forma de dirección es la que corresponde al Director Ejecutivo en cualquiera de los casos de las SA que podamos examinar.

Sin embargo, como hemos subrayado en los Capítulos I y II, el proceso de decisión básico en una gran SA tiene dos primeros pasos fundamentales: 1) *Generación de propuestas sobre la utilización de los recursos y el establecimiento de contratos* (primer paso con el que el Director Ejecutivo “ejerce su *derecho de decisión*”: la *propuesta*). 2) *El Consejo de Administración ratifica, o no, las decisiones propuestas por los directivos para que, en su caso, puedan ser llevadas a la práctica*.

Es decir, cuando se trata de implementar las decisiones previamente autorizadas por el CA, en el marco de esas decisiones ya aprobadas, la AD tiene todo el *apoderamiento* y todo el poder frente a terceros y frente al

conjunto de los miembros que forman los diferentes niveles jerárquicos de la organización; pero las grandes decisiones que afectan a la estrategia general de la empresa y/o comprometen recursos en cuantías muy relevantes, han de ser ratificadas o aprobadas por el CA para que puedan llevarse a la práctica, y aquí, en esta relación necesaria CA-AD que incluye también el control (no tanto sus formas y procedimientos, similares en todas las SA, sino la utilización política del mismo), es donde podemos identificar “formas de dirección” (o de relación CA-AD) más próximas al estilo *directivo* o al *apoderamiento*, o a cualquier mezcla de estos dos extremos.

En este marco, la proposición fundamental del trabajo empírico que presentamos a continuación es que estas formas de relación CA-AD tendrán consecuencias en la actitud –o el comportamiento– de los directivos (AD), en la fuerza con la que están insertados en la empresa, la disciplina con la que cumplen los acuerdos, y sus expectativas sobre el crecimiento y el rendimiento financiero de la compañía.

Para Donaldson, la concepción de la AD sobre *cómo deben hacerse las cosas* habrá sido más o menos modificada por el CA –más o menos entorpecida o alentada, según el propio punto de vista de los directivos (AD)–, y esto influirá en el modo de ejercer su alta responsabilidad, de modo que, como decía John Maynard Keynes (Nasar, 2012, Cap. 7), *lo que la gente cree que ocurrirá acabará ocurriendo*, es decir, las expectativas tienden a autocumplirse, y, por tanto, la opinión “subjetiva” de los altos directivos, condicionada por la “forma de dirección” (relación CA-AD), se relacionará de forma relevante con los resultados efectivos (crecimiento y beneficio financiero). Esta es la sustancia del pensamiento de Donaldson (Davis, 2005; Davis y Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson, 2001; Donaldson y Davis, 1991), cuando cree que la cooperación y la confianza darán mayores frutos –mejor *performance*– que el ejercicio estricto del control. Si bien esto no excluye cualquier mezcla posible entre el estímulo que produce la confianza en la AD (Donaldson y Davis, 1991) y el control propugnado por Fama y Jensen (1983a, 1983b).

Las Hipótesis que mostramos a continuación, que ya fueron formuladas en el Capítulo I, tratan de recoger lo esencial de la discusión anterior y permitir la correspondiente comprobación empírica.

Hipótesis 1 (H1): Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD, bien a través de la confianza y la cooperación o bien a través del control, podrán tener una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 1.1 (H1.1.): Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD tendrán, a través de la confianza y la cooperación, una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 1.2 (H1.2.): Las formas de dirección que contribuyen a mejorar las relaciones CA-AD tendrán, a través del control, una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

Hipótesis 2 (H2): Las formas de dirección que facilitan una asignación equilibrada entre los recursos dedicados a la explotación y a la exploración, tendrán una relación positiva y significativa con la *performance* de la compañía.

## 4.2 – Estudio empírico

A continuación (tabla 4.1) presentamos, ampliadas, las preguntas que permiten identificar las diferentes formas de relación CA-AD, o las diferentes formas de “dirección” del CA sobre la AD. Estas preguntas (el Anexo III las muestra en su literalidad), que fueron efectuadas al Director de la compañía o, en su defecto, a otros directivos del *staff* de Alta Dirección, se encuentran en la columna de la izquierda (primera columna) de la Tabla 4.1. Son preguntas sobre cómo el Consejo de Administración marca la relación –o el modo en el que se produce la relación– con la AD, y por tanto es a los directivos de la AD a quienes se han realizado las preguntas; muy especialmente porque en la *forma efectiva del “tipo de dirección”* del CA sobre la AD, o en la *relación efectiva* entre CA y AD, se encuentra en el efecto que esa *relación* produce sobre los altos directivos de la compañía: el modo en que influye en las expectativas de estos directivos sobre la *performance* de la empresa y, como consecuencia, su concepción sobre los objetivos y la fuerza con que se comprometen o se vinculan a los mismos. Es en los directivos (AD) donde puede encontrarse el efecto real de la relación CA-AD y, por tanto, la identificación de cuál es esa relación. Por esta razón las 15 preguntas de la tabla 4.1 fueron encuestadas a los directivos de la AD (un directivo por empresa, preferentemente el Director General de la compañía).

La segunda columna muestra, sobre el alineamiento *ex ante* de los incentivos o la motivación (Hipótesis 1), las consecuencias esperadas de la forma de dirección (o del tipo de relación) que expresa la primera columna; y muestra también las consecuencias de la forma de dirección sobre la libertad de la AD para asignar de forma equilibrada (Hipótesis 2) la mezcla básica entre recursos dedicados a la explotación y a la exploración (March, 1991; Sarkees and Hulland, 2009) de la que depende toda empresa y, muy especialmente, las compañías de gran tamaño (Chandler y Hikino, 1999)

Tabla n° 4.1 – Formas de relación CA-AD

	<b>Relación CA-AD o forma de dirección. (responden directivos de la AD)</b>	<b>Efectos sobre el comportamiento que se materializan en: 1) los niveles de confianza; y 2) la libertad para asignar recursos.</b>	<b>Teorías básicas implicadas. Formas de relación AD-CA.</b>
1 FR1 (F1)	El CA tiene en cuenta, sobre todo, los grandes objetivos estratégicos presentados por la AD; y es flexible en lo que se refiere a los planes y presupuestos aprobados por el Consejo.	Mejora el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. La mayor libertad permite una mejor asignación de los recursos.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transformacional o con apoderamiento.
2 FR1 (F1)	Los consejeros que se relacionan más directamente con la AD, animan a considerar las características del entorno como oportunidades.	Mejora el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Influencia positiva de la mayor confianza. La mayor libertad permite una mejor asignación de recursos.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transformacional o con apoderamiento.
3 FR3 (F2)	El CA estimula a que la AD plantee los problemas de forma nueva, proponiendo variaciones en las prácticas habituales, pero en el marco de los planes y presupuestos establecidos.	Mejora en alguna medida el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Puede mejorar la asignación de recursos de la compañía.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transaccional o transformacional.
4 FR1 (F3)	Los miembros externos del CA, hacen indicaciones que permiten a la AD darse cuenta de aspectos del sector industrial que no había considerado antes.	Mejora el alineamiento <i>ex ante</i> de incentivos. Oportunidad para la mejora de rutinas. Pero no facilita una mejor asignación de recursos.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transformacional o con apoderamiento.
5 FR3 (F3)	El CA valora especialmente que la AD dedique recursos a la formación de los empleados.	Mejora en alguna medida el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Puede mejorar la asignación de recursos y las rutinas de la compañía.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transaccional o transformacional.
6 FR4 (F4)	La alta dirección de la compañía, incluidos los consejeros internos, no confía en que el CA apruebe sus propuestas, aunque estén bien formuladas y sean convenientes para la empresa.	Dificulta el compromiso y los incentivos <i>ex ante</i> . Reafirmación de las rutinas ya establecidas.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: Uso estricto del estilo directivo.
7 FR2 (F5)	El CA premia, sobre todo, el cumplimiento de las prácticas establecidas en el marco de los planes y los presupuestos aprobados.	Los incentivos <i>ex ante</i> se orientan a cumplir estrictamente la norma. Reafirmación de las rutinas establecidas. Se refuerza asignación de recursos a la explotación.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: estilo transaccional o directivo.
8 FR2 (F5)	El CA exige un cumplimiento estricto, enfatizando los aspectos formales, de todas aquellas actuaciones que contribuyen a la imagen de marca de la compañía.	Los incentivos <i>ex ante</i> se orientan hacia el cumplimiento estricto de la norma. Reafirmación de las rutinas establecidas.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: estilo transaccional o directivo.
9 FR2 (F5)	El CA exige un cumplimiento estricto de todos las formalidades y procedimientos relacionados con el contenido formal de los acuerdos y contratos.	Los incentivos <i>ex ante</i> se orientan hacia el cumplimiento estricto de la norma. Reafirmación de las rutinas establecidas.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: estilo transaccional o directivo.

	<b>Relación CA-AD o forma de dirección. (responden directivos de la AD)</b>	<b>Efectos sobre el comportamiento que se materializan en: 1) los niveles de confianza; y 2) la libertad para asignar recursos.</b>	<b>Teorías básicas implicadas. Formas de relación AD-CA.</b>
10 FR3 (F2)	Directivos externos del CA, tiene algunas reuniones informales con consejeros internos (AD), en las que sugieren mejoras para la gestión interna de la compañía.	Mejora en alguna medida el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Puede mejorar la asignación de recursos y las rutinas de la compañía.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transaccional o transformacional.
11 FR3 (F1)	Algunos directivos externos del CA, tiene reuniones informales frecuentes con consejeros internos (AD), en las que sugieren mejoras para la estrategia de la compañía.	Mejora en alguna medida el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Puede mejorar la competitividad de la compañía.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transaccional o transformacional.
12 FR3 (F2)	Algunos directivos externos del CA, tiene reuniones informales con consejeros internos (AD) en las que proporcionan información valiosa que ellos conocen como directivos procedentes de otros sectores económicos.	Mejora en alguna medida el alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Puede mejorar la competitividad de la compañía.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transaccional o transformacional.
13 DS4 (F4)	La alta dirección evita presentar propuestas al CA, aunque sean convenientes para la empresa, si piensa que no serán bien vistas por el consejo.	Dificulta el compromiso y los incentivos <i>ex ante</i> . Reafirmación de las rutinas ya establecidas.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: Uso estricto del estilo directivo.
14 FR1 (F1)	Los Consejeros que mantienen una relación habitual con la AD, tienen en cuenta las necesidades e intereses de los altos directivos.	Mejora el alineamiento <i>ex ante</i> de incentivos. Buenas relaciones y confianza, facilitan el compromiso con la empresa y sus principales objetivos.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transformacional o con apoderamiento.
15 FR1 (F1)	Los Consejeros que mantienen una relación habitual con la AD, felicitan a los directivos de la AD cuando hay éxito, y son objetivos y moderados en sus críticas.	Alineamiento <i>ex ante</i> de los incentivos. Facilita confianza y compromiso con los objetivos.	Teoría de Agencia. Teoría de Recursos y Capacidades. Forma de relación: transformacional o con apoderamiento.

La tercera columna contiene las teorías y la forma de relación CA-AD, que se corresponden con las relaciones CA-AD en cada caso.

Continuando con el estudio empírico, la población de referencia corresponde a las 123 empresas que cotizan en el Mercado Continuo español (ver Anexo II). El envío de cuestionarios al Director General de cada compañía (escala Likert de cinco puntos), se produjo en septiembre de 2013, obteniéndose un número de 37 respuestas, de las cuales se descartaron 3 por incompletas; quedando, pues, un número de 34 respuestas (un 27,64% de la población). Lo que nos llevó, en noviembre de 2013, a realizar un nuevo envío del cuestionario a aquellas empresas que no habían contestado, esta vez a un directivo de la Alta Dirección que no fuera el Director General de la compañía. En esta ocasión respondieron sólo 17 empresas, y, después de

descartar una respuesta por incompleta, obtuvimos 16 respuestas (un 13,01% de la población). Finalmente en enero de 2014 se envió de nuevo el cuestionario a las empresas que aún no habían respondido, a los directores de los departamentos de Auditoría Interna<sup>61</sup>, recibándose en esta ocasión 41 cuestionarios, de los cuales 40 fueron válidos (un 32,52% de la población), procediéndose a partir de aquí al estudio empírico al haber reunido una muestra robusta que corresponde al 73,17% de la población de empresas estudiadas. El error muestral máximo sobre las 90 empresas de las que obtuvimos respuesta, es del 5,37%, para un nivel de confianza del 95%.

Además del cuestionario que muestra la primera columna de la tabla 4.1, a los directivos de la AD de las empresas se les preguntó (escalas de Likert de cinco puntos) por sus expectativas en cuanto a: 1) la *performance de la empresa (crecimiento y resultados financieros)*; 2) *importancia que se le atribuyen al entorno para la performance de la empresa*; 3) *dinamismo del entorno*; y 4) *complejidad del entorno*. En segundo lugar, como preguntas dicotómicas, las preguntas que se les formularon son: *¿la empresa tiene un seguro innominado que cubre la responsabilidad de los altos directivos (al menos los 3 de mayor rango)?*, *¿los emolumentos que cobran los altos directivos (al menos los 3 de mayor rango) son superiores al 20% de sus ingresos en concepto de sueldo?*, *¿la alta dirección (al menos los 3 directivos de mayor rango) deposita garantías por la responsabilidad de su gestión?*, *¿existen paracaídas dorados para los altos directivos (al menos los dos de mayor rango) que sean superiores a los ingresos en concepto del sueldo de 5 años?*, *¿la empresa cotiza en bolsa desde hace más de 10 años?*. La tabla 4.2 (modelo de regresión 1) contiene estos conceptos como variables de control, de modo que en la tabla 4.3 (modelo de regresión 2), al introducir las 5 formas de relación CA-AD

---

<sup>61</sup> La pertenencia de este doctorando al Instituto de Auditoría Interna de España, al que pertenecen también los auditores internos de las empresa encuestadas, ha facilitado contactos telefónicos directos con estos auditores, explicándoles el propósito científico de la investigación, lo que ha permitido incrementar sustancialmente las respuestas recibidas.

obtenidas mediante el análisis factorial, podemos comprobar si la regresión tiene mejores valores en sus estadísticos  $R^2$ , F de Snedecor, y en su Significatividad. La mejora que se produce en estos valores indica que las diferentes formas de relación CA-AD son, en efecto, relevantes para explicar la *performance* de estas empresas (su *crecimiento* y *rendimiento financiero*).

El constructo *performance de la empresa* se ha obtenido encuestando sobre los niveles de *importancia* y los niveles de *satisfacción* de los indicadores de rendimiento, y multiplicando en cada ítem los *valores obtenidos en importancia* por los *valores obtenidos en satisfacción*, siendo estos indicadores de rendimiento (escala Likert de cinco puntos) el *crecimiento de las ventas*, los *retornos sobre la inversión (ROI)*, los *retornos sobre el capital propio (ROE)* y *crecimiento de la cuota de mercado*.

#### 4.2.1 – Validez y fiabilidad de las escalas

En lo que se refiere a la *validez de las escalas*, la que requiere una mayor fundamentación en la literatura es la correspondiente a las relaciones CA-AD, que está en el origen de esta investigación empírica. El supuesto básico de esta investigación es que las diferentes formas de relación CA-AD tendrán repercusiones sobre el comportamiento de los altos directivos y sobre la *performance* (crecimiento y rendimiento financiero) de las empresas cotizadas.

Las filas 1-2, 4, y 14-15, en la primera columna de la tabla 4.1, indican una forma de relación CA-AD (FR1 en la tabla), acorde con la forma de dirección *transformacional* o *con apoderamiento* (Liu et al., 2003 p.133). La forma de dirección transformacional implica incentivos *ex ante* basados en una mayor confianza y libertad del directivo, que trascienden los intereses estrictamente económicos del agente y le implican en una tarea de dirección creativa (incentivos *intrínsecos*) (Liu et al., 2003); lo cual, si efectivamente se materializa en estos términos, significa que se reduce el problema de agencia,

como admite Jensen (1998), en otro contexto, al hablar del *amor por el producto* cuando se refiere a los sistemas de gestión de la calidad. En el caso de la relación CA-AD, como postula Donaldson, se incrementa la motivación intrínseca de estos últimos y esto “eleva los beneficios corporativos y los retornos para los accionistas” (Donaldson, 2001, p. 256; y Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson y Davis, 1991).

El apoderamiento, que subraya el autocontrol y la participación de la AD en la construcción de la empresa, implica relaciones de cooperación y confianza entre los consejeros y los altos ejecutivos; algo que, como hemos dicho, significa para Donaldson más libertad y menos control, o una forma diferente de ejercer el control.

Las filas 7-9 en la primera columna de la tabla 4.1, indican una forma de dirección que se sitúa entre las relaciones CA-AD que hemos denominado de carácter *directivo* y las que corresponden a las relaciones de carácter *transaccional* (Liu et al., 2003). La *relación directiva* implica obligaciones de la AD en el cumplimiento de las prácticas, los presupuestos y los acuerdos, tal como han sido autorizados por el CA. El control en el cumplimiento de los objetivos en la relación CA-AD y su vinculación a ese nivel de cumplimiento de las recompensas y sanciones, es la característica común de estas dos formas de relación, si bien las *relaciones transaccionales* suavizan el control y son más amplias en la evaluación de las formas de actuación (Liu et al., 2003). La ortodoxia del control en la Teoría de Agencia (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1992) está bien representada por este tipo de relaciones CA-AD.

Las filas 3, 5 y 10-12 de la primera columna de la tabla 4.1, indican una forma de dirección que se mueve entre las formas de relación CA-AD *transaccional* o *transformacional*, según se ponga el acento en la orientación de los recursos hacia la *explotación*, que permite y requiere un mayor cumplimiento de las normas; o hacia la *exploración* que hace indispensable más libertad e iniciativa (March, 1991). El equilibrio entre estos dos usos de los recursos, como hemos dicho, beneficiará la *performance* de la empresa.

Finalmente, las filas 6 y 13 de la primera columna de la tabla 4.1 indican una forma de dirección que enfatiza los procedimientos y los objetivos autorizados por el CA y las sanciones en caso de incumplimiento, representando un uso estricto de la relación directiva CA-AD. Esta forma de dirección puede reducir los problemas de agencia si el control es efectivo (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1992).

En cuanto a la *fiabilidad de las escalas*, para analizar su consistencia interna utilizamos el estadístico *alpha* de Cronbach, cuyo valor óptimo corresponde a valores mayores o iguales a 0,7 (Nunnally, 1978), aunque se aceptan los valores superiores a 0,6 en las investigaciones de carácter exploratorio (Cortina, 1993; Hair et al., 2006).

Los valores de *alpha* de Cronbach correspondientes en los diferentes constructos del estudio son: *importancia* de los objetivos de rendimiento de la empresa (0,659), *satisfacción* con los rendimientos de la empresa (0,697), *formas de relación CA-AD* (0,703), *importancia del entorno* (0,627), *dinamismo del entorno* (0,681) y *complejidad del entorno* (0,732). El resto de los conceptos investigados se corresponden con preguntas dicotómicas.

#### **4.2.2 – Análisis factorial**

Una vez discutida la validez de los constructos en el caso más relevante de las formas de relación CA-AD (tabla 4.1), y después de comprobar el cumplimiento de las condiciones de fiabilidad, llevamos a cabo un análisis factorial para cada constructo. De este modo la agrupación de variables nos permite tener relaciones manejables entre las *formas de relación* y la *performance de la empresa*, obteniendo además expresiones más sencillas de la *importancia del entorno*, su *dinamismo* y su *complejidad*.

En lo que se refiere a la *performance de la empresa*, el análisis factorial (método de componentes principales) agrupa las cuatro variables iniciales en

dos factores: *crecimiento* (de las ventas y de la cuota de mercado) y *resultados financieros* (ROI y ROE). En este factorial el KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) es de 0,782; y la prueba de esfericidad de Bartlett corresponde a Chi-cuadrado aproximado 121,812, gl 15, y Sig. 0,000. (Modelos de regresión 1 y 2, tablas 4.2 y 4.3).

En las *formas de relación CA-AD*, el análisis factorial agrupa las variables en los factores F1-F5 (Fi, margen izquierdo tabla 4.1) con algunas discrepancias respecto de las formas de relación CA-AD inicialmente propuestas (FRi, margen izquierdo tabla 4.1). No obstante, esto no modifica sustancialmente la existencia de una relación relevante y significativa entre la *forma de relación CA-AD* y la *performance obtenida*, como supuesto básico de la investigación. El KMO es aquí de 0,756; y la prueba de esfericidad de Bartlett corresponde a Chi-cuadrado aproximado 634,742, gl 104, y Sig. 0,000.

La primera discrepancia se produce con la forma de relación 1 (FR1, tabla 4.1). El análisis factorial introduce en esta forma de relación la variable 11 y saca la variable 4 (factor F1, tabla 4.1), pero esta forma de relación CA-AD queda claramente conformada como *transformacional*, de acuerdo con nuestra propuesta inicial. Entre el FR2 y las variables agrupadas por el factor 5 (F5, tabla 4.1) la coincidencia es plena; y del mismo modo la FR4 propuesta coincide con el factor F4. La mayor discrepancia se produce con la forma de relación FR3. De la propuesta inicial de esta forma de relación, más la variable 4 anteriormente extraída de FR1, el análisis factorial forma dos grupos de variables: las variables 4 y 5 que corresponden al factor F3, y las variables 3, 10 y 12 que corresponden al nuevo factor F2.

El factor F3, que tiene relación significativa con la *performance* (modelo de regresión 2, tabla 4.3), mantiene la relación CA-AD de carácter *directivo* inicialmente propuesta (FR3) con alguna inclinación hacia la forma de relación del *apoderamiento* (variable 4) que favorece la asignación de recursos a la exploración de oportunidades. El factor F2, aunque formado por ítems similares a los de F3, no es significativo (modelo de regresión 2, tabla 4.3).

En cuanto a las variables de control, la variable de control *importancia del entorno* se agrupa en dos componentes, *importancia 1* (entorno competitivo, del consumidor y tecnológico) e *importancia 2* (entorno económico y socio-cultural). Obtenemos aquí un KMO de 0,658; y la prueba de esfericidad de Bartlett corresponde a Chi-cuadrado aproximado 45,593, gl 10, y Sig. 0,000.

La variable de control *dinamismo del entorno* tiene un solo componente principal que agrupa los cambios en el entorno competitivo, del consumidor, tecnológico, regulatorio, económico y sociocultural, con un KMO de 0,695; la prueba de esfericidad de Bartlett corresponde a Chi-cuadrado aproximado 75,758, gl 15, y Sig. 0,000.

La variable de control *complejidad del entorno* se agrupa en dos componentes, *complejidad 1* (entorno tecnológico, regulatorio, económico y sociocultural) y *complejidad 2* (entorno competitivo y del consumidor), con un KMO de 0,698; y la prueba de esfericidad de Bartlett corresponde a Chi-cuadrado aproximado 136,873, gl 15, y Sig. 0,000.

Las restantes variables de control son dicotómicas y se presentan directamente en los modelos de regresión 1 y 2 (tablas 4.2 y 4.3).

#### **4.2.3 – Comprobación de las Hipótesis y discusión de los resultados**

Los modelos de regresión 1 y 2 se muestran en las tablas 4.2 y 4.3. El primero de ellos relaciona las variables de control con las *performance*; el segundo incorpora las formas de relación CA-AD, formando el modelo completo.

Si en el modelo completo mejora el valor de  $R^2$ , la F de Snedecor y la Significatividad F, ello implica que la introducción de las diferentes formas de

relación CA-AD contribuye a obtener de forma más completa el valor de las variables explicadas (el crecimiento y el rendimiento financiero). Es decir: las formas de relación CA-AD son variables explicativas que deben ser consideradas.

Tabla n° 4.2 – Modelo de regresión 1

	Crecimiento (β)	Rendimiento financiero (β)
Constante	0,242	0,396***
Importancia del entorno 1	0,155	0,169
Importancia del entorno 2	-0,032	0,198*
Dinamismo del entorno	0,312**	0,352**
Complejidad del entorno 1	0,023	-0,067
Complejidad del entorno 2	-0,068	-0,058
Póliza de seguro innominada a favor de AD	-0,033	-0,014
Emolumentos AD > 20% de su sueldo	0,356***	0,165
Depósitos de garantía de los altos directivos	0,016	0,012
Indemnización AD superior 5 años de sueldo	-0,117	-0,185
Cotiza en Bolsa desde hace más de 10 años	0,000	-0,031
R <sup>2</sup>	0,253	0,209
R <sup>2</sup> corregida	0,15	0,121
Durbin - Watson	1,244	0,391
F de Snedecor	2,601	2,135
Significatividad F	0,008	0,033

\*p < .1; \*\*p < .05; \*\*\*p < .01

En lo que se refiere al modelo de regresión 2 o modelo completo, la ecuación de regresión obtenida correspondiente a la *performance* o resultados de crecimiento (crecimiento de las ventas y/o de la cuota de mercado) que corresponde a las formas de relación (CA-AD) FR1 y FR3, al dinamismo del entorno (DYN), los emolumentos recibidos por la AD (EAD), y la indemnización que la AD recibirá en caso de que de despidos.

La ecuación de regresión corresponde a:

$$\text{CRECIMIENTO DE LA EMPRESA SA} = 0,332^{***} (\text{FR1}) + 0,222^{**} (\text{FR3}) + 0,279^{**} (\text{DIN}) + 0,452^{***} (\text{EAD}) - 0,237^* (\text{IAD}).$$

El coeficiente β del FR1 (0,332\*\*\*), positivo y significativo, apoya las Hipótesis (H1.1 y H2). Esta forma de relación entre AD y CA, considerando y alentando las propuestas de estos últimos, incrementa la confianza entre las

dos partes, fomenta el compromiso y disminuye los problemas de agencia, en línea con el pensamiento de Donaldson.

El coeficiente  $\beta$  de la forma de relación FR3 (0,222\*\*), positivo y significativo, apoya también las Hipótesis del trabajo H1.1 y H2. La relación CA-AD de carácter transaccional o transformacional, puede interpretarse como una relación equilibrada en la que los directivos encuentran espacio y confianza suficiente (Donaldson y Davis, 1991; Donaldson, 2001) para sus iniciativas de crecimiento y para una mezcla apropiada entre los recursos dedicados a la explotación y los dedicados a la exploración (March, 1991).

En cuanto a las variables de control, el coeficiente  $\beta$  del DIN (0,279\*\*), positivo y significativo, muestra probablemente que el entorno dinámico proporciona mayores oportunidades para el crecimiento de las empresas, aunque el planteamiento del presente estudio no permite investigar esta cuestión.

Tabla nº 4.3 – Modelo de regresión 2

	Crecimiento ( $\beta$ )	Rendimiento financiero ( $\beta$ )
Constante	-0,242	0,352***
Forma de relación CA-AD 1	0,332***	0,251**
Forma de relación CA-AD 2	-0,131	-0,162
Forma de relación CA-AD 3	0,222**	0,153
Forma de relación CA-AD 4	0,112	-0,062
Forma de relación CA-AD 5	0,157	0,279***
Importancia del entorno 1	0,167	0,196*
Importancia del entorno 2	-0,102	0,156
Dinamismo del entorno	0,279**	0,218*
Complejidad del entorno 1	0,101	-0,042
Complejidad del entorno 2	-0,035	-0,034
Póliza de seguro innominada a favor de AD	0,132	0,143
Emolumentos AD > 20% de su sueldo	0,452***	0,275*
Depósitos de garantía de los altos directivos	-0,091	-0,123
Indemnización AD superior 5 años de sueldo	-0,237*	-0,152
Cotiza en Bolsa desde hace más de 10 años	-0,045	-0,055
R <sup>2</sup>	0,402	0,356
R <sup>2</sup> corregida	0,269	0,212
Durbin - Watson	1,356	0,612
F de Snedecor	3,286	2,611
Significatividad F	0,000	0,002

\*p < .1; \*\*p < .05; \*\*\*p < .01

El coeficiente  $\beta$  correspondiente al EAD (0,452\*\*\*), positivo, significativo y fuertemente correlacionado con el crecimiento, aparece como una variable de control importante en la explicación del crecimiento de las SA. Los emolumentos, como retribución adicional a los directivos ya presente en los modelos *manageriales* de los años 60 (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964), parecen ser un estímulo en la indagación y consecución de formas de crecimiento que, a su vez, justifican los emolumentos recibidos y pueden llevar al incremento de los mismos.

Finalmente la existencia de indemnizaciones a la Alta Dirección, en caso de despido, muestra un coeficiente IAD (- 0,237\*) negativo y significativo. Quizá los directivos de la AD ven garantizado su futuro por la indemnización y esto permite una disminución de su interés y su dedicación.

Examinando ahora la ecuación de regresión obtenida con respecto a la *performance* en las diferentes medidas de ingresos financieros de las SA (ROI y ROE), esta ecuación corresponde a la constante 0,352\*\*\* (la parte no explicada de la regresión), las relaciones CA-AD correspondientes a FR1 y FR5, la importancia 1 del entorno (IME1), el dinamismo del entorno (DYN y los emolumentos recibidos (EAD):

$$\text{RENDIMIENTO FINANCIERO DE LA EMPRESA SA} = 0,352^{***} + 0,251^{**} (\text{FR1}) + 0,279^{***} (\text{FR5}) + 0,196^* (\text{IME1}) + 0,218^* (\text{DIN}) + 0,275^* (\text{EAD}).$$

El coeficiente  $\beta$  FR1 (0,251\*\*), positivo y significativo, apoya las Hipótesis H1.1 y H2 por las mismas razones argumentadas en la ecuación de regresión anterior. Esta forma de relación CA-AD aumenta la confianza y la iniciativa de los altos directivos (Donaldson y Davis, 1991; Donaldson, 2001), potencia la asignación equilibrada de los recursos entre explotación y exploración (o entre producción e innovación) (March, 1991) y disminuye los problemas de agencia (Jensen, 1998).

El coeficiente  $\beta$  FR5 (0,279\*\*\*), positivo y significativo, apoya la Hipótesis 1 (H1.2), por razones opuestas y complementarias a las de la forma de relación FR1. Esta forma de relación CA-AD enfatiza el control del CA (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1992) y exige un cumplimiento estricto de todos los acuerdos autorizados por el Consejo, así como el cumplimiento de todos los planes y presupuestos y de las actuaciones que afectan a la imagen de marca de la compañía. El control domina en esta forma de relación CA-AD que orientada hacia la reafirmación de las rutinas existentes y la explotación de los recursos. Si el control es efectivo y eficiente, puede contribuir a disminuir el problema de agencia y a reducir los costes de gobierno de las transacciones internas (Williamson, 1985).

El coeficiente  $\beta$  de la IME1 (0,196\*), positivo y significativo, indica que la relación CA-AD se ve afectada por las dimensiones del entorno competitivo, del consumidor y tecnológico. Un entorno con mayores dificultades para ser interpretado, modificará necesariamente la relación CA-AD, ya que la Alta Dirección, en este caso, tienen un conocimiento del entorno cuyos *detalles* (las cuestiones del entorno que se relacionan con la estrategia y la dimensión operativa de la empresa) son más difíciles de interpretar y trasladar a los consejeros externos o al Consejo.

El coeficiente  $\beta$  del DIN (0,218\*), positivo y significativo, muestra que el dinamismo del entorno favorece los ingresos y los beneficios de la empresa, del mismo modo que favorece su crecimiento, tal como vimos en la ecuación de regresión anterior. El examen de correlaciones entre algunos de los principales constructos figura en el Anexo IV. La FR3, relacionada con el crecimiento (modelo de regresión 2, tabla 4.3), aporta los estímulos para la exploración.

El coeficiente  $\beta$  de EAD (0,275\*), positivo y significativo, indica que esta forma de los incentivos contribuye a los ingresos y a los beneficios de las empresas SA.

### 4.3 – Conclusiones del trabajo empírico

La conclusión más general de este trabajo es que la *performance* de las empresas SA (crecimiento + resultados financieros) corresponde a las ecuaciones de regresión:

$$(1) \text{ CRECIMIENTO} = \beta_1 (\text{FR1}) + \beta_2 (\text{FR3}) + \beta_3 (\text{DYN}) + \beta_4 (\text{EAD}) - \beta_5 (\text{IAD}).$$

$$(2) \text{ RENDIMIENTO FINANCIEROS} = \alpha + \gamma_1 (\text{FR1}) + \gamma_2 (\text{FR5}) + \gamma_3 (\text{IME1}) + \gamma_4 (\text{DYN}) + \gamma_5 (\text{EAD}).$$

No conviene expresar la *performance* mediante una sola fórmula general, porque el crecimiento y las diferentes expresiones de los rendimientos financieros (ROI, ROE) pueden moverse en direcciones contrarias.

La observación de las ecuaciones (1) y (2) en el modelo de regresión 2, muestra que la forma de relación FR1 CA-AD tiene un coeficiente positivo y significativo tanto en lo que se refiere al crecimiento de las empresas SA como en lo que respecta a sus rendimientos financieros. Una relación con la Alta Dirección caracterizada por la confianza y el apoyo a sus iniciativas (véase tabla 4.1), incrementará la confianza entre las dos partes (CA y AD) fomentando el compromiso de los directivos y disminuyendo los problemas de agencia. Todo lo cual corrobora la Hipótesis H1.1.

En segundo lugar, la forma de relación 3 (FR3) tiene un coeficiente positivo y significativo solo en la ecuación (1) correspondiente al crecimiento de la empresa SA. Es una forma de relación (Tabla 4.1) que estimula a la AD a que plantee los problemas de forma nueva, proponiendo variaciones en las prácticas de la empresa (exploración), y el CA considera importantes los

planes para mejorar la formación de directivos y empleados (explotación). Si esta forma de dirección facilita un uso equilibrado de los recursos entre explotación y exploración esto favorece, como indica el coeficiente de regresión, la *performance* de la empresa SA corroborando la Hipótesis H2.

En tercer lugar, la forma de relación 5 (FR5) tiene un coeficiente positivo y significativo solo en la ecuación (2), correspondiente a los ingresos y el rendimiento financiero de la SA. Es una forma de dirección (tabla 4.1) en la que se acentúa la exigencia de un cumplimiento estricto de los acuerdos y los presupuestos, aplicándose formas de inspección y control que si son efectivos, como muestra el coeficiente de regresión, disminuyen los problemas de agencia y reducen los costes de gobierno de las SA, corroborando la Hipótesis H1.2.

Por otra parte, la observación de las variables de control permite identificar más estabilidad en los rendimientos financieros que en el crecimiento. En la ecuación (1) de crecimiento de las ventas y/o de crecimiento de la cuota de mercado, las relaciones con el dinamismo del entorno o con los emolumentos a la Alta Dirección son significativas al 95% y al 99% respectivamente, mientras que en la ecuación (2), correspondiente a los ingresos y beneficios, esos mismos ítems sólo son significativos al 90%.

Finalmente, en una reflexión más general, este Capítulo, como el conjunto de la Tesis, trata de contribuir a las investigaciones que relacionan las formas de dirección de las empresas (la relación CA-AD en este caso) con su *performance*. Scott Shane ha abordado esta cuestión en relación con la existencia de contratos eficientes, y en su trabajo de 2001 (p. 136) subraya que “muchas de las dimensiones de los contratos eficientes, que contribuyen a la sobrevivencia de las empresas, no son contratos caracterizados sólo por su dimensión formal y estricta, sino por su dimensión de acuerdo y control social entre las partes”. Lo que está en línea con Tsui et al. (2007) cuando se refieren a esta misma cuestión en los contratos de trabajo, en los que no sólo importa su contenido formal sino su contenido tácito o no formal. Es decir, el control formal importa, pero también los aspectos sociales de confianza que

aumentan el compromiso y permiten una mayor libertad, como hemos examinado en las relaciones CA-AD.

Esta mezcla de partes duras o formales del contrato, en las que se exige un cumplimiento estricto de los acuerdos y de los procedimientos estipulados, y de partes blandas basadas en relaciones sociales que incrementan el entendimiento y la confianza entre las partes, es lo que hemos tratado de explorar con nuestro planteamiento de diferentes formas de relación en las SA, como muestra la tabla 4.1. Aplicamos así a las formas de gobierno de las SA una larga tradición del pensamiento organizativo sobre los contratos. Desde la sociología o desde la economía, la búsqueda de un equilibrio entre las partes *hard* y *soft* del contrato ha estado presente en trabajos como los de Barnard (1938), Gouldner (1961), Ouchi (1980) o Tsui et al. (1997); y aunque estos autores se referían fundamentalmente a los contratos internos entre propiedad y empleados, su pensamiento es extensible a cualquier tipo de relación contractual.

## Conclusiones

El Capítulo I, de carácter teórico, razona y expone la lógica de la Teoría de Agencia clásica, revisando la *necesidad de control* que es común a la economía de las organizaciones, la teoría organizativa y el *management*. De modo que sus conclusiones están en la propia lógica que se construye en el Capítulo, que consiste en *mostrar las dificultades del control y concluir por qué el control es necesariamente incompleto*.

Las dificultades del control se deben a:

El *gran tamaño de las SA* que obliga a separar las funciones de propiedad y control, para obtener así costes eficientes del capital y conocimientos de gestión especializados.

El *conocimiento específico* o de circunstancias particulares de tiempo y lugar que, como dicen Fama y Jensen, sólo lo posee el agente que está en estrecha relación con su tarea directiva o con su trabajo operativo, y, por tanto, no es susceptible de un control exhaustivo por un directivo –o consejero– superior, o por el supervisor que le corresponda si se trata de tarea operativa.

El *conocimiento tácito* que es una parte inevitable del conocimiento, y no es susceptible de conceptualización o formalización, quedando ligado a las habilidades del agente y subsumido en ellas.

La *existencia de racionalidad limitada* en todos los agentes o en todas las personas (racionalidad intencional y voluntaria, pero *limitada*), que convierte las dificultades de control de los puntos anteriores en dificultades que no pueden ser salvadas en su totalidad.

La *búsqueda del propio interés, si es necesario utilizando la simulación y el engaño* (oportunismo), como una característica general de la conducta humana que, si bien no es atribuible a todos los agentes –o a todas las personas–, la discriminación entre quienes son oportunistas y quienes no lo son es extremadamente difícil o imposible.

Estas características de la conducta, junto a la racionalidad limitada y las dificultades de control técnicas inherentes a los puntos 1-3, hacen del control un reto técnico y organizativo imposible de resolver de forma exhaustiva. De ahí que exista un importante cuerpo de literatura, desde diferentes enfoques, que intenta resolver el problema del control para alcanzar un mayor nivel de eficiencia económica y salvaguardar los intereses del *principal* en las grandes empresas.

Las dos formas principales de control que pueden extraerse de la literatura, cada una de ellas formulada desde diferentes enfoques e implementada de diferente modo, corresponden a una forma *técnica* de resolver el problema del control y a una forma *social* de resolver el problema:

La forma *técnica*, cuyo planteamiento más completo corresponde a la Teoría de Agencia, consiste en separar a los que toman decisiones de aquellos que las autorizan y comprueban su cumplimiento. Comprobación que a través de los diferentes métodos de auditorías y controles, puede realizarse tanto sobre el curso o el proceso que corresponde al desarrollo de las decisiones, como sobre lo que corresponde al resultado final.

La forma *social* de conseguir el control consiste no en *separar* sino en *unir*. Unir a los agentes o a las personas en sus intereses y propósitos, a partir del cumplimiento de normas de reciprocidad y equidad que permitan generar

visiones compartidas sobre la empresa, y la convergencia en la evaluación y el cumplimiento de objetivos.

La conclusión del Capítulo I, a través de la lógica y la discusión teórica, es que un control exhaustivo basado en la *forma técnica de control* es imposible; que un control exhaustivo basado en la *forma social de control* es imposible; y que un control exhaustivo basado en la *combinación del control técnico y social* es imposible.

A partir de esa conclusión, el Capítulo I formula las Hipótesis H1, H1.1, H1.2 y H2 cuya sustancia es afirmar que a través de la vía del control social (H1.1 y H2) y/o del control técnico (H1.2) podrá reducirse el problema de las conductas oportunistas de los agentes o *problema de agencia*.

El Capítulo II examina el marco institucional español de las sociedades de capital, y muestra la importancia de este marco para modular y establecer algunos sistemas encaminados a reducir el problema de agencia. Así, hemos observado que la Ley regula algunos aspectos significativos de las relaciones contractuales que se producen en la empresa de forma imperativa. La Ley (LSC) no menciona de forma explícita el problema de agencia, pero la teoría subyace de forma tácita a lo largo de ella con una clara protección hacia el socio, y estableciendo limitaciones y deberes en las actuaciones del administrador.

En este sentido el marco institucional normativo establece ciertos mecanismos de control para la protección del principal (socio): (a) como es la reunión anual (Junta General) para aprobar las Cuentas Anuales y la gestión del agente (administración), (b) sistemas de limitación en la retribución del agente, (c) el intento de la norma legal en alinear los intereses del agente con el interés del principal (como el deber de desempeñar el cargo con diligencia), y (d) la responsabilidad solidaria entre los agentes, basada en el sistema de control mutuo. Hay que puntualizar que estos mecanismos actúan *ex post*, puesto que la norma actúa sobre los actos (comportamiento observable) en los que se proyecta el problema de agencia.

Por otra parte, al aplicar la Teoría de Agencia desarrollada por Fama, Jensen y Meckling en el marco institucional español, hemos encontrado dos diferencias con respecto al funcionamiento efectivo de las empresas en España:

En primer lugar Fama y Jensen entienden como sociedades abiertas aquellas que no tienen limitación en la transmisión de los títulos, aceptando que existe un mercado para ellos. Sin embargo, a lo largo del nuestro estudio hemos llegado a la conclusión de que la sociedad abierta es, en realidad, aquella en la cual existe un mercado líquido que permite enajenar los títulos de una forma inmediata y sin pérdida significativa de valor, condición que debe añadirse a la formulada por Fama y Jensen.

En segundo lugar, Fama y Jensen proponen, como uno de los mecanismo de control para el problema de agencia, al propio mercado, pero hemos podido comprobar que únicamente se producirá una OPA *siempre y cuando el órgano de administración no controle, o represente, a la mayoría del capital social, pues entonces este mecanismo quedaría estéril.*

El Capítulo III examina las empresas españolas que forman el IBEX35, en su situación a finales de 2012. Entendemos que cumplen las características de las empresas abiertas y hemos agrupado las 34 empresas en cuatro grupos: (G1) empresas dominadas, (G2) empresas controladas por un grupo de personas, (G3) empresas controladas por un grupo de personas en función de la asistencia, y (G4) empresas de control flotante. Las principales conclusiones son que el 52,94% de estas grandes empresas abiertas están controladas bien por otra empresa o por un pequeño grupo de personas, que poseen más de la mitad de los derechos de voto, mientras que únicamente el 29,41% se asemejan al modelo de sociedad abierta de Fama y Jensen, pues la mayoría de derechos de voto están en el capital flotante.

Los mecanismos de mercado que proponen Fama y Jensen no podrían aplicarse en empresas del Grupo 1 y 2, y difícilmente, dependiendo de las circunstancias, en el Grupo 3. Únicamente serían viables en el Grupo 4, el

29,41% de las empresas observadas. Por lo tanto, aceptamos que la composición del accionariado de las grandes empresas abiertas españolas no permite que el mecanismo de control de mercado descrito por Fama y Jensen en la Teoría de Agencia, sea útil para controlar el problema de agencia, en una parte importante de los casos aquí descritos.

Los nuevos problemas de agencia que hemos observado en este Capítulo corresponden a las siguientes cuestiones:

Hay dos clases de accionistas, los que son propietarios de la sociedad por ejercer su control sobre ella y los que no lo son. Los primeros crean un problema de agencia sobre los segundos, difícil de resolver, dado que los intereses de los socios que controlan la sociedad no son coincidentes con los accionistas minoritarios.

En relación con este problema el Capítulo propone el concepto de *apalancamiento de control*, que indica cuantos Euros de capital flotante gestiona, por cada Euro que aporta, el grupo de control.

Hemos comprobado que la suma del apalancamiento de control de las empresas españolas del IBEX35 para el año 2012 es de 1.501,29€. Si no tenemos en cuenta el BBVA en las empresas españolas del IBEX35, la suma del apalancamiento de control de las 33 empresas restantes es de 121,28€, y el apalancamiento de control del caso de empresa examinado en este Capítulo (Bancaja Eurocapital Finance) es de 580.018,36€ (reduciéndose posteriormente a 9.966,97€).

Otro problema observado en este Capítulo corresponde al problema de agencia que surge entre el interés de un accionista significativo y su representante en el Consejo de Administración.

Finalmente, el Capítulo IV, como colofón de la investigación pero enlazando sobre todo con el Capítulo I, comprueba empíricamente, sobre una muestra de 90 empresas cotizadas en el Mercado Continuo español, el nivel de cumplimiento de las Hipótesis H1, H1.1, H1.2 y H2.

Para ello, apoyándonos en las diferentes formas de dirección de Liu et al. (2003), comprobamos cómo las diferentes formas de relación Consejo de Administración-Alta Dirección (CA-AD) tienen efectos diferentes sobre la *performance* de la empresa, evaluada esta última a partir de los valores de *importancia* y de *satisfacción* que atribuyen los directivos encuestados a los índices de rendimiento *crecimiento de las ventas y crecimiento de la cuota de mercado* (*Crecimiento*, como una de las dimensiones de la *performance*), y *ROI* y *ROE* (*Rendimiento financiero*, como la otra dimensión de la *performance*).

Como conclusión final, los resultados más importantes obtenidos por el modelo de regresión indican:

Una relación positiva y significativa del tipo de relación 1 CA-DA, tanto con el crecimiento como con el rendimiento financiero de la empresa. Lo que significa, dado el contenido de la relación CA-AD, que *formas de dirección que mejoran la confianza y dan mayor libertad a los directivos, reducen el problema de agencia (en la concepción de Donaldson y Davis) y mejoran la performance de la empresa* (Hipótesis H1.1 y H2).

La forma de relación 3 CA-DA, tiene una relación positiva y significativa en lo que se refiere al crecimiento de la empresa. Lo que significa, dado el tipo de relación CA-AD en este caso, que esta forma de dirección *mejora, en alguna medida, la confianza y da mayor libertad para la asignación de recursos, reduciendo el problema de agencia y mejorando la performance de la empresa, en una concepción próxima a la de Donaldson y Davis* (Hipótesis H1.1 y H2).

La forma de relación 5 CA-DA, tiene una relación positiva y significativa en lo que se refiere al rendimiento financiero de la empresa. Lo que significa, dada la forma de dirección que corresponde a este caso, que este tipo de relación CA-AD *mejora la performance o el rendimiento financiero de la empresa acentuando los procedimientos de control que postula la Teoría de Agencia, en la concepción de Fama, Jensen y Meckling* (Hipótesis H1.2).

Por tanto, ambas formas de corrección del problema de agencia son importantes: las que responden de modo ortodoxo a los postulados de la Teoría de Agencia clásica, según el pensamiento de Fama, Jensen y Meckling; y las que confían en la Teoría del *Stewardship* o servidor fiel para la convergencia de criterios y objetivos entre los agentes, según la visión de Donaldson y Davis.

Finalmente, en lo que se refiere a los resultados más importantes, subrayar que la significatividad de los resultados obtenidos no significa que las formas de dirección estudiadas resuelvan plenamente el problema de agencia. Como hemos argumentado reiteradamente, tan sólo lo mitigan.

Terminamos estas conclusiones con una referencia obligada a la más importante de las variables de control: “Emolumentos de la Alta Dirección”. El modelo de regresión le atribuye a esta variable un coeficiente robusto y significativo en su relación con el crecimiento de la empresa, y esto encaja con los modelos *manageriales* de Baumol Marris y Williamson, que son un precedente importante de la Teoría de Agencia. Estos modelos afirmaban que los emolumentos de los altos directivos están ligados al crecimiento de la empresa (que los favorece y permite sostenerlos o aumentarlos), y esto coincide con los resultados obtenidos en nuestro modelo de regresión.

\* \* \*



## **Bibliografía**

### *Legislación*

Real Decreto de 22 de agosto de 1885. Código de Comercio.

Real Decreto del 24 de julio de 1889. Código Civil.

Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Directiva europea 86/653/CEE de 18 de diciembre de 1986 relativa a la coordinación de los derechos de los Estados Miembros en lo referente a los agentes comerciales.

Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos 2.º, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia.

Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre. Código Penal.

Real Decreto 116/2003, de 31 de enero, por el que se modifican el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, y el Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos 2º, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y 62 de la ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

Real Decreto 1514/2007, de 19 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

Circular 4/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

### ***Jurisprudencia***

Tribunal Constitucional. Sala Segunda. Sentencia 79/1983 de 5 de octubre de 1983.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 288/1977 de 8 de julio de 1977.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 1359/1982 de 1 de abril de 1982.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 1324/1984 de 11 de julio de 1984.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 1694/1985 de 30 de diciembre de 1985.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 1491/1985 de 13 de febrero de 1985.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 8936/1987 de 4 de mayo de 1987.

Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª). Sentencia nº 3068/1987 de 4 de mayo de 1987.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 221/1991 de 21 de enero de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 16420/1991 de 21 de enero de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 2452/1991 de 13 de mayo de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 2878/1991 de 3 de junio de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 3363/1991 de 18 de junio de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 13385/1991 de 16 de diciembre de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 7058/1991 de 16 de diciembre de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 7048/1991 de 16 de diciembre de 1991.

Tribunal Supremo. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 7798/2003 de 5 de diciembre de 2003.

Tribunal Superior de Justicia de Murcia. Sala de lo Social (Sección 1ª). Sentencia nº 563/2002 de 25 de febrero de 2002.

### *Artículos y libros*

Aguilera RV y Desender K (2012): Methodological challenges in comparative corporate governance and strategic issues, en Wang CL, Ketchen D y Berg D (eds.): *Research Methodology in Strategy and Management*, Bingley, Reino Unido: Emerald Group Publishing Limited.

Aguilera RV, Desender K y Kabbach de Castro L (2011): A configurational perspective on comparative corporate governance. In Clarke T y Branson D (eds.): *SAGE Handbook of Corporate Governance*, Londres: Sage Publications, 379–405.

Aguiló J (2000): *Teoría general de las fuentes del Derecho (y el orden jurídico)*, 2ª edición, Barcelona: Ariel.

Albaladejo M (2011): *Compendio de derecho civil*, 14ª edición, Madrid: Edisofer.

Aldama E et al. (2003): Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y sociedades cotizadas."Informe Aldama".

Alessandri TM, Tong TW y Reuer JJ (2012): Firm heterogeneity in growth option value: The role of managerial incentives, *Strategic Management Journal*, 33, 13, 1557-1566.

Alchian AA y Demsetz H (1972): "Production, information cost and economic organization", *American Economic Review*, 62, 5, 777-795.

Arroyo AM y Prat M (2004): *Dirección financiera*, 3ª edición, Bilbao: Deusto.

Arruñada B (1998): *Teoría contractual de la empresa*, Madrid: Marcial Pons.

Barnard CI (1938): *The Functions of the Executive*, Cambridge (Mass.): Cambridge University Press. En este trabajo se ha consultado la edición del trigésimo aniversario prologada por Kenneth R. Andrews.

Baron JN y Creps DM (1999): *Strategic human resources*, Nueva York: John Wiley.

Baumol WJ (1959): *Business behavior, value and growth*, Nueva York: Macmillan.

Bayo Moriones JA (1991): *El pago de incentivos en la empresa industrial española*, Bilbao: Fundación BBVA.

Beer AS (1959): *Cybernetics and management*, Londres: English University Press.

Beer AS (1975): *Designing freedom*, Londres: John Wiley.

Beer AS (1981): *Brain of the firm*, Londres: John Wiley.

Berle AA y Means GC (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, citado de la 2ª edición Nueva York: Harcourt, Brace and World (1967).

Bonilla M, Ivars A y Moya I (2006): *Matemáticas de las operaciones financieras*. 2ª edición, Madrid: Thomson.

Broseta M y Martínez F (2011): *Manual de Derecho Mercantil*, Vol. I, 18ª edición, Madrid: Tecnos.

Burns T y Stalker GM (1961): *The Management of Innovation*, Londres: Tavistock Publications.

Carmeli A y Tishler A (2004): The relationship between intangible organizational elements and organizational performance, *Strategic Management Journal*, 25, 1257-1278.

Chandler AD (1977): *The visible hand. The managerial revolution in American Business*, Harvard: Harvard University Press.

Chandler AD y Amatori F y Hikino T (1999): *Big business and the wealth of nations*, Cambridge (Mass.): Cambridge University Press.

Chandler AD y Hikino T (1999): The large industrial enterprise and the dynamics of modern economic growth, in Alfred D. Chandler, Franco Amatori y Takashi Hikino, eds.: *Big business and the wealth of nations*, Cambridge (Mass.): Cambridge University Press.

Cheng S (2004): R&D expenditures and CEO compensation, *Accounting Review*, 79, 2, 305–328.

Chiavenato I (2000): *Introducción a la Teoría General de la Administración*, 5ª edición, Madrid: McGrawHill.

Claver E, Llopis J, Lloret M y Molina H (2009): *Manual de Administración de Empresas*, 4ª edición, Madrid: Civitas.

Coase R (1937): The Nature of the Firm. *Economica*, 4, 16, 386–405.

Coase R (1992): The Institutional Structure of Production. *American Economic Review*, 82, 4, 713–719, Nobel Prize lecture.

Cohen KJ y Cyert RM (1973): *Theory of the firm: Resource allocation in a market economy*, Englewood Cliffs, Nueva Jersey: Prentice-Hall.

Commons JR (1934): *Institutional economics. Its place in political economy*, citado de la edición de 1990, Nueva Jersey: Transaction Publisher.

Conti T (1993): *Building total quality. A guide for management*, Londres: Chapman & Hall.

Coopers & Lybrand (1997): *Los nuevos conceptos del control interno. "Informe COSO"*, Madrid: Díaz de Santos.

Cortina JM (1993): What is coefficient alpha? An examination of theory and applications, *Journal of Applied Psychology*, 78, 1, 98-104.

Court LB, Baril CP y Briggs JW (2005): How to excel at options valuation, *Journal of Accountancy*, December.

Csaszar FA (2012): Organizational structures as a determinant of performance: Evidence from mutual funds, *Strategic Management Journal*, 33, 6, 611-632.

Cuervo A et al. (2008): *Introducción a la administración de empresas*, Navarra: Thomson Reuters.

Davis GF (2005): New directions in corporate governance, *Annual Review of Sociology*, 31, 143-162.

Davis JH, Schoorman FD y Donaldson L (1997): Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, 22. 2, 20-47.

Dauber D, Fink G y Yolles M (2012): *A configuration model of organizational culture*, SAGE Open, <http://sgo.sagepub.com>, 1-16.

Desender KA, Aguilera RV, Crespi R y García-Cestona M (2013): When does ownership matter? Board characteristics and behavior, *Strategic Management Journal*, 34, 823-842.

DeRue DS y Ashford SJ (2010): Who will lead and who will follow? A social process of leadership identity construction in organizations, *Academy of Management Review*, 35, 4, 627-647.

Díez-Picazo L y Gullón A (2001): *Sistema de derecho civil*, Vol. II, 9ª edición, Madrid: Tecnos.

Dostaler G (2007): Un crítico acerbo del estado, *El Punto de Vista de Le Monde diplomatique edición española*, "Informe sobre la Globalización", 4, 76.

Donaldson L (2001): *The contingency Theory of Organizations*. Londres: Sage Publications.

Donaldson L y Davis JH (1991): Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.

Eisenhardt K (1989): Agency theory: An assessment and review, *Academy of Management Review* 1, 57-74.

Expansión (29/03/14): Brufau arremete contra Pemex en la junta: "es una china en el zapato". Expansión del 29 de marzo de 2014, 3.

Fama E (1980): Agency problems and the theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, 288-307.

Fama EF y Jensen MC (1983a): Separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics*, XVI, 301-325.

Fama EF y Jensen MC (1983b): Agency problems and residual claims, *Journal of Law & Economics*, XVI, 327-349.

Fama EF y Jensen MC (1985): Organizational forms and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, 14, 101-119.

Fernández Blanco M (1992): *Dirección financiera de la empresa*, 2ª edición, Madrid: Ediciones Pirámide.

Fink G, Neyer A-K y Kölling M (2007): Understanding cross-cultural management interaction, *International Studies of Management and Organization*, 36, 4, 38-60.

Forte M, Hoffman JJ, Lamont BT y Brockmann EN (2000): Organizational form and environment: An analysis of between-form and within-form responses to environmental change, *Strategic Management Journal*, 21, 753-773.

Fuller J y Jensen MC (2002): Just say no to Wall Street: Putting a stop to the earning game, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (4), 41-46.

Galbraith, JK (1967): *The New Industrial State*, 3ª edición (1978), Boston: Houghton Mifflin Company. Versión homónima traducida por Manuel Sacristán publicada en Editorial Ariel (Barcelona) en 1980 con el título *El Nuevo Estado Industrial*.

Galbraith JR (1994): *Competing with Flexible Lateral Organizations*, Nueva York: Addison Wesley.

Galbraith JR (2001): *Designing Organizations. An executive guide to strategy, structure, and process*, San Francisco: Jossey-Bass.

Gil Peláez L (1982): *Matemáticas de las operaciones financieras*, Madrid: Alfa Centauro.

González R (2002): *Dirección de Organizaciones y Auditoría Interna*, Madrid: Instituto de Auditores Internos.

Gouldner AW (1961): The norm of reciprocity, *American Sociological Review*, 25, May, 161-179.

Hair JF, Black WC, Babin JB, Anderson RE y Tatham, RL (2006): *Multivariate data analysis*, Nueva Jersey: Pearson Education.

Hayek FA (1945): "The use of Knowledge in Society", *The American Economic Review*, 35, 4, 1-18.

Helfat CE, Finkelstein S, Mitchell W, Peteraf MA, Singh H, Teece DJ y Winter SG (2007): *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*, Oxford: Blackwell Publishing.

Herrador T y San Segundo A (2005): *Introducción a la auditoría interna*, Valencia: Tirant lo Blanch.

Hesterly W y Barney JB (2010): *Strategic management and competitive advantage*, 3ª edición, EEUU: Prentice-Hall.

Hevia E (2006): *Fundamentos de la Auditoría Interna*, Madrid: Instituto de Auditores Internos.

Institute of Internal Auditors (IIA) (2006): The professional practices framework. Traducido en España por el Instituto de Auditores Internos en 2006 con el título *Marco para la práctica profesional de la Auditoría Interna*.

Jacobides MG y Croson DC (2001): Information policy: Shaping the value of agency relationships, *Academy of Management Review*, 26, 2, 202-223.

Jensen MC (1983): Organization theory and methodology, *Accounting Review*, 58, 319-339.

Jensen MC (1993): The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control system, *The Journal of Finance*, XLVIII (3), 831-880.

Jensen MC (1998): *Foundation of organizational strategy*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Jensen MC (2001): Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 8-21.

Jensen MC y Meckling WH (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 306-360.

Jensen MC y Meckling WH (1992): Knowledge, control and organizational structure, in Lars Werin y Hans Wijkander, eds.: *Current Economics*, Oxford: Blackwell.

Jensen MC y Meckling WH (1995): "Specific and general knowledge and organizational structure". *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, 2, 4-18.

Jevons WS (1871): *The theory of political economy*. Citado de la versión homónima castellana editada por Ediciones Pirámide (Madrid) en 1998.

Kaplan S y Henderson R (2005): Inertia and incentives: Bridging organizational economics and organizational theory, *Organization Science*, 16, 5, 509-521.

Lawler III EE (1993): *The Ultimate Advantage*, San Francisco: Jossey Bass.

Lan LL y Eracleus L (2010): Rethinking agency theory: The view from law, *Academy of Management Review*, 35, 2, 294-314.

Lasarte C (2009): *Curso de derecho civil patrimonial. Introducción al derecho*, 15ª edición, Madrid: Tecnos.

Leibenstein H (1982): "The Prisoners' Dilemma in the Invisible Hand: An analysis of intrafirm productivity", *American Economic Review*, 72, 2, 92-97.

Leibenstein H (1987): *Inside the firm: The inefficiencies of hierarchy*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Liu W, Lepak DP, Takeuchi R y Sims Jr. HP (2003): Matching leadership styles with employment modes: strategic human management perspective, *Human Resource Management Review*, 13, 1, 127-152.

March JG (1991): Exploration and exploitation in organizational learning, *Organization Science*, 2, 1, Special Issue, 71-87.

Marris R (1964): *The economic theory of managerial capitalism*, Nueva York: Free Press.

Marschak J y Radner R (1972): *The theory of teams*, Nueva Haven, (Conn.): Yale University Press.

Martínez L y Fernández JA (1997): *Curso de teoría del Derecho*, Barcelona: Ariel.

Maurer CC, Bansal P y Crossan MM (2011): Creating economic value through social values: Introducing a culturally informed Resource-Based View, *Organization Science*, 22, 2, 432-448.

Mayo E (1933): *The Human Problems of an Industrial Civilization*, Nueva York: Macmillan.

Mayo E (1945): *The Social Problems of an Industrial Civilization*, Boston: Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Mayos G (1994): La fábula de las abejas, deconstruyendo Mandeville, en M. J. Rodríguez, E. Hidalgo y C. G. Wagner, eds.: *Roles sexuales: la mujer en la historia y la cultura*, 191-210.

McGregor D (1960): *The human side of enterprise*, Nueva York: McGraw-Hill.

Mintzberg H (1979): *The Structuring of Organizations (A Synthesis of the Research)*, Nueva Jersey: Prentice Hall. Citado de la versión castellana editada por Ariel (Barcelona) en 1984 con el título: *La estructuración de las organizaciones*.

Miquel J (1992): *Derecho Privado Romano*, Madrid: Marcial Pons.

Mohrman SA, Galbraith JA y Lawler EE (eds) (1998): *Tomorrows Organization: Crafting Winning Capabilities in a Dynamic World*, San Francisco: Jossey-Bass.

Moreno-Luzón M, Peris FJ y González T (2001): *Gestión de la calidad y diseño de organizaciones*, Madrid: Prentice Hall.

Nadler DA y Tushman ME (1999): *The power of organization architecture*, Oxford: Oxford University Press.

Napoleoni C (1973): *Smith, Ricardo, Marx. Consideraciones sobre la historia del pensamiento económico*, Barcelona: Oikos-Tau.

Nasar S (2012): *La gran búsqueda. Una historia de la economía*, Barcelona: Editorial Mondadori.

Nelson RR y Winter SG (1982): *An evolutionary theory of economic change*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Nonaka I (1991): The Knowledge-Creating Company. *Harvard Business Review*, November-December: 96-104.

Nonaka I (1994): "A Dinamic Theory of Organizacional Knowledge Creation", *Organizational Science*, 5, 1, 14-37.

Nonaka I y Takeuchi H (1995): *The Knowledge Creating Company. How Japanese Companies Create the Dynamics if Innovation*, Nueva York: Oxford University Press.

Nunnally JC (1978): *Psychometric Theory*, Nueva York: McGraw-Hill.

Olivencia M, Bueno E et al. (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas. "Informe Olivencia"*.

Ostroff F (1999): *The horizontal organization*, Oxford: Oxford University Press.

Ouchi WG (1979): A conceptual framework for the design of organizational control mechanisms, *Management Science*, 25, 9, 833- 848.

Ouchi WG (1980): "Markets, Bureaucracies, and Clans", *Administrative Science Quarterly*, 25, March, 120-142.

Ouchi WG (1981): *Theory Z*, Reading (Mass.): Addison-Wesley.

Peris FJ y Peris-Ortiz M y Rueda C (2003): “Economía de las organizaciones y aportaciones de ordenación de incentivos a la función de recursos humanos”, *Arxius*, 8, junio, 163-177.

Peris FJ y Tarazona F (1995): Pensamiento organizativo, en Fernando J. Peris, Rafael Fernández y Federico Tarazona, eds.: *Curso de dirección y organización de empresas*, Valencia: Tirant lo Blanch, 39-101.

Peris-Ortiz M (2009): An analytical model for human resource management as an enabler of organizational renewal: A framework for corporate entrepreneurship, *International Entrepreneurship and Management Journal*, 5, 4, 461-479.

Peris-Ortiz M, Rueda-Armengot C y Gil Pechuán I (2012a): Job classification for the purpose of making optimal decision concerning management control, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, DOI: 10.1002/CJAS.1223.

Peris-Ortiz M, Rueda-Armengot C y Gil-Pechuán I (2012b): *Casos de Dirección Estratégica. El problema de agencia en las cooperativas de trabajo asociado y el caso Florida Centre de Formació*, Valencia: Pearson.

Peris-Ortiz M, Rueda C, de Souza C, Pérez M (2012c): Fundamentos de la teoría organizativa de agencia, *Información Comercial Española* (865): 107–118.

Perrow C (1967): A Framework form the Comparative Analysis of Organizations, *American Sociological Review*, 32, 2, 194-208.

Perrow C (1970): *Organizational Analysis: A Sociological View*, California: Wadsworth Publishing.

Polanyi M (1958): *Personal Knowledge*. Nueva York: Harper.

Polanyi M (1962): *Personal Knowledge: Towards a Post-Critical Philosophy*, Nueva York: Harper and Row.

Polanyi M (1966): *The tacit dimension*, Gloucester (Mass): Peter Smith.

Roethlisberger FJ y Dickson WJ (1939): *Management and the Worker*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Sanders WG (2001): Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay. *Academy of Management Journal* 44, 3, 477–492.

Sanders WG, Hambrick DC (2007): Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal* 50, 5, 1055–1078.

Samuelson PA (1983): *Foundations of Economic Analysis*, Harvard: Harvard University Press.

Sánchez Calero F (2009): *Principios de derecho mercantil*, 14ª edición, Navarra: Aranzadi.

Sarkees M y Hulland J (2009): “Innovation and efficiency: It is possible to have it all”, *Business Horizons*, 52, 1, 45-55.

Scitovsky T (1985): Human desire and economic satisfaction, 2, 14-24, *Kyklos*.

Shane SA (2001): “Organizational incentives and organizational mortality”, *Organization Science*, 12, 2, 136-160.

Simon HA (1947): *Administrative behaviour*, Nueva York: MacMillan Publishing Co. New York. Versión castellana editada por Aguilar (Madrid) en 1962 con el título *El comportamiento administrativo*.

Smith A (1759): *The theory of moral sentiments*, Londres: A. Millar. Versión homónima en castellano editada por Alizan Editorial (Madrid) en 2004.

Smith A (1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Traducción de Rodríguez Braun publicada en Alianza Editorial (Madrid) el 2007 con el título *La riqueza de las naciones*.

Sociedad de Bolsas, S.A. (2012): Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de sociedad de bolsas, S.A. [www.sbolsas.com](http://www.sbolsas.com)

Solow RM (1956): "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, n° 1, 65-94.

Taylor FW (1911): *The principles of Scientific Management*, Harper and Row. Versión homónima castellana editada por El Ateneo (Buenos Aires) en 1973.

Taylor FW (1919): *Shop management*, Harper Bros. Versión homónima castellana editada por El Ateneo (Buenos Aires) en 1973.

Tricker B (2009): *Directors: An A-Z guide*, Londres: Profile Books.

Tsui AS, Nifadkar SS y Ou A (2007): Cross-national, cross-cultural organizational behavior research: Advances, gaps, and recommendations, *Journal of Management*, 33, 3, 426-478.

Vicent Chulia F (2004): *Introducción al derecho mercantil*, 17ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch.

Weber M (1947): *The theory or social and economic organization*. Nueva York: Free Press.

Whitehead TN (1936): *Leadership in a Free Society*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Whitehead TN (1938): *The industrial worker*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

Williamson OE (1964): *The economics discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firms*, Englewood Cliffs, Nueva Jersey: Prentice-Hall.

Williamson OE (1975): *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. Nueva York: Free Press.

Williamson OE (1985): *The economics institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. Nueva York: Free Press.

Williamson OE (1993): Calculativeness, trust, and economic organizations, *Journal of Law & Economics* XXXVI: 453–486.

Williamson OE (1996): *The mechanisms of governance*, Nueva York, Oxford: Oxford University Press.

Williamson OE (2002): The theory of the firm as governance structure: From choice to contract, *Journal of Economic Perspectives* 16, 3, 171–195.

Wright P, Kroll M, Krug JA y Pettus M (2007): Influences of top management team incentives on firm risk taking. *Strategic Management Journal* 28, 1, 81–89.



## **ANEXOS**



## **ANEXO I – Valoración de las Participaciones Preferentes serie B de Bancaja Eurocapital Finance**

### ***Documentos analizados***

Se analizaron los siguientes documentos:

a) El Folleto Informativo Completo de la Emisión de Participaciones Preferentes serie B de la Sociedad Bancaja Eurocapital Finance registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con fecha 23 de febrero de 2000, y con nº de registro 3.163, sin los anexos.

b) Las Cuentas Anuales de la sociedad Bancaja Eurocapital Finance, S.A.U., concretamente:

b.1) Las del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2002, informe de gestión, e informe de auditoría emitido por Ernst & Young, todo ello registrado en la CNMV con el nº 7.967, en extracto.

b.2) Las del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005, informe de gestión, e informe de auditoría emitido por Deloitte, S.L., todo ello registrado en la CNMV con el nº 9.600, en extracto.

b.3) Las del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2007, informe de gestión, e informe de auditoría emitido por Deloitte, S.L., todo ello registrado en la CNMV con el nº 10.959.

b.4) Las del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2010, informe de gestión, e informe de auditoría emitido por Deloitte, S.L., todo ello registrado en la CNMV con el nº 13.209.

c) También se han analizado las comunicaciones de Hecho Relevante remitidas por Bancaja Eurocapital Finance, S.A. a la CNMV:

c.1) La realizada con fecha 15 de octubre de 2001, que causó entrada con el nº de registro 11.199, por el que se comunican cambios en la legislación de

las Islas Caimán aplicables a la emisión de Participaciones Preferentes Serie B de Bancaja Eurocapital Finance.

c.2) La realizada con fecha 22 de febrero de 2008, firmada por Miguel Ángel Soria Navarro, que causó entrada con el nº de registro 89.749, por la que se comunica el traslado internacional de domicilio social de Bancaja Eurocapital Finance, S.A.

d) El informe de la CNMV que lleva por título “Informe sobre la revisión de la operativa de case de operaciones entre clientes de instrumentos híbridos”, que fue emitido el 26 de septiembre de 2011 por el Departamento de Supervisión ESI-ECA.

### ***Valoración de las participaciones preferentes de Bancaja Eurocapital Finance***

Una Inversión es un acto voluntario donde cambiamos una situación cierta, la tenencia del dinero, a la que renunciamos mediante la adquisición de participaciones preferentes, por una esperanza que se adquiere, la obtención de un dividendo futuro, y que está soportada mediante el bien invertido (el título de la adquisición preferente). Hay que tener en cuenta que el dinero tiene un valor en el tiempo, dado que ante una misma cantidad de dinero, un inversor prefiere el dinero hoy antes que mañana, siendo el tipo de interés la tasa a la que está dispuesto a renunciar para tenerlo hoy.

Así, el valor actual de las participaciones preferentes es el valor presente de los flujos de efectivo que vaya a proporcionar a los tenedores de los títulos. Existen distintas valoraciones para un mismo instrumento, y concretamente nos centraremos en el valor razonable, tal y como lo entiende el Plan General de Contabilidad, y que define de la siguiente forma:

Es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se

determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse en su enajenación. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.

Con carácter general, el valor razonable se calculará por referencia a un valor fiable de mercado. En este sentido, el precio cotizado en un mercado activo será la mejor referencia del valor razonable, entendiéndose por mercado activo aquél en el que se den las siguientes condiciones:

- a) Los bienes o servicios intercambiados en el mercado son homogéneos;
- b) Pueden encontrarse prácticamente en cualquier momento compradores o vendedores para un determinado bien o servicio; y
- c) Los precios son conocidos y fácilmente accesibles para el público. Estos precios, además, reflejan transacciones de mercado reales, actuales y producidas con regularidad.

Para aquellos elementos respecto de los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se obtendrá, en su caso, mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración. Entre los modelos y técnicas de valoración se incluye el empleo de referencias a transacciones recientes en condiciones de independencia mutua entre partes interesadas y debidamente informadas, si estuviesen disponibles, así como referencias al valor razonable de otros activos que sean sustancialmente iguales, métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados y modelos generalmente utilizados para valorar opciones.

El valor de mercado correspondiente el 9 de septiembre de 2010, era del 100% del valor del nominal de los títulos, esto es 600,00€ por participación

preferente<sup>62</sup>. Pero dado el posible conflicto de intereses entre Bancaja y sus clientes, pues Bancaja tiene el 100% de los derechos de voto de la sociedad emisora de los títulos, la mayoría de los Consejeros de la Sociedad son directivos de Bancaja, además de ser Bancaja el único cliente de la sociedad, y utilizar Bancaja los recursos de la Sociedad para financiarse, confluyendo en la misma persona jurídica que coloca esos valores a sus clientes, hemos preferido obtener el valor razonable mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración, y concretamente métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados y modelos generalmente utilizados para valorar opciones.

Concretamente el método de valoración elegido es el de la valoración de deuda perpetua, o cálculo del valor actual de una renta pospagable y perpetua (Gil Peláez, 1982; Bonilla, 2006; Arroyo y Prat, 2004) que se calcula según la formula:

$$V = C \times a_{\infty}^{-k} = C \times \lim_{n \rightarrow \infty} a_n^{-k} = C \times \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1 - (1 + k)^{-n}}{k} = \frac{C}{k}$$

$$V = \frac{C}{k}$$

Donde:

$V$  es el valor actual de la renta.

$C$  es la cantidad de dividendos o intereses recibidos en cada trimestre por el instrumento, siendo  $C$ :

$$C = N \times \frac{e + 0,20\%}{4}$$

$N$  es el nominal de las participaciones preferentes

---

<sup>62</sup> Valor contrastado mediante los datos históricos del título consultados en la web <http://www.aiaf.es> de AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (sociedad unipersonal), que es la Sociedad Rectora del Mercado Oficial de Renta Fija del mismo nombre.

$e$  es el Euribor aplicable a un año.

$k$  es la tasa trimestral de beneficio exigida en relación con el riesgo del producto financiero.

En la aplicación de la anterior fórmula tenemos que tener en cuenta dos cuestiones, la primera es que el Euribor sufre modificaciones, y la segunda es que  $k$  es una variable subjetiva, dado que es la tasa de rentabilidad exigida por el inversor y está compuesta por una tasa de interés libre de riesgo más una prima de riesgo asociada al producto, y en este caso trimestral.

$$k = \sqrt[4]{1 + (R_f + p)} - 1$$

Siendo  $R_f$  la tasa anual de interés de un activo libre de riesgo y  $p$  la prima de riesgo subjetiva del agente inversor. Quedando todo resumido en la siguiente expresión:

$$V = \frac{N \times \frac{e + 0,20\%}{4}}{\sqrt[4]{1 + (R_f + p)} - 1}$$

Por todo ello no se podrá dar un valor razonable, sino que proporcionaremos un intervalo basándonos en los supuestos que se detallan en la siguiente tabla:

Tabla nº AI.1 – Valoración de la compra de las participaciones preferentes serie B de Banca Eurocapital Finance a fecha 9 de septiembre de 2010 con 6 escenarios

Valores del Euribor e Valores estimados de $(Rf+p)$	Valor del Euribor el día 9 de septiembre de 2010. 1,249% anual.	Valor del Euribor más alto durante el año anterior al 9 de septiembre de 2010 según el Banco de España <sup>63</sup> . 1,428% anual	Valor del Euribor aplicable a las participaciones preferentes en el año 2011 <sup>64</sup> . 2,147% anual
Interés de los Bonos alemanes, el 9 de septiembre de 2010 (activo libre de riesgo) 2,317%	378,47 € (63,079% sobre el nominal)	417,13 € (69,521% sobre el nominal)	613,02€ (102,171% sobre el nominal)
Interés de los Bonos españoles, el 9 de septiembre de 2010 (activo con igual riesgo que el país en el que está). 4,053%	217,74 € (36,290% sobre el nominal)	239,98€ (39,997% sobre el nominal)	352,68€ (58,781% sobre el nominal)
Interés de los Bonos griegos el 9 de septiembre de 2010, (activo con alto riesgo de impago) 11,70%	77,49 € (12,915% sobre el nominal)	85,41€ (14,235% sobre el nominal)	125,52€ (20,920% sobre el nominal)

Con estos nueve escenarios descritos en la tabla AI.1, podemos decir que el valor razonable de las Participaciones Preferentes Serie B de Banca Eurocapital Finance estaría en un rango de valores entre 217,74€ (36,290% sobre el nominal) y 352,68€ (58,781% sobre el nominal), lo que sitúa la media en 285,21€ (47,535% sobre el nominal). El valor razonable estaría acotado en el extremo inferior por el Euribor en el momento de la compra, y en el extremo superior en el supuesto de que se cumplen las expectativas de subida del Euribor (información no disponible en ese momento). Todo ello bajo el supuesto de que la tasa trimestral de beneficio exigida en relación con el riesgo

<sup>63</sup> Euribor mayor durante el último año, obtenido el 10 de agosto de 2010, fuente: Banco de España.

<sup>64</sup> Resolución de 1 de junio de 2011, del Banco de España, por la que se publican determinados índices de referencia oficiales para los préstamos hipotecarios a tipo variable destinados a la adquisición de vivienda.

del producto financiero, coincidiera con el riesgo asignado al Bono emitido por el Estado Español con vencimiento a 10 años. Lógicamente comparten cierto riesgo sistémico al hacer ambos instrumentos referencia al mismo territorio, pero parece lógico pensar que la tasa de riesgo de las participaciones preferentes siempre será superior al del bono español. Como consecuencia, en ningún caso podría aplicarse una valoración de 600,00€; esto es, el 100% sobre el nominal.

En cualquier caso, *si podemos concluir y concluimos, que los valores de mercado estaban alejados de los valores razonables calculados mediante métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados y modelos generalmente utilizados para valorar este tipo de operaciones, pues el valor razonable medio estimado es de 285,21€ (47,54% s/ el nominal) mientras que en las operaciones de compraventa gestionadas por la propia entidad el precio fijado fue de 600,00€. Esto es una diferencia de 314,79€.*



## **ANEXO II – Empresas que conforman el Mercado Continuo español en el momento del estudio**

<b>Nombre de la empresa</b>	<b>Sector y subsector</b>
ABENGOA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	Servicios de Consumo - Autopistas y Aparcamientos
ACCIONA,S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
ACERINOX, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
ACS,ACTIVIDADES DE CONST.Y SERVICIOS S.A	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	Bienes de Consumo - Textil, Vestido y Calzado
ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
ALMIRALL, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	Tecnología y Telecomunicaciones - Electrónica y Software
AMPER, S.A.	Tecnología y Telecomunicaciones - Electrónica y Software
APERAM, SOCIETE ANONYME	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
ARCELORMITTAL, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM. S.A.	Servicios de Consumo - Medios de Comunicación y Publicidad
AZKOYEN S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BANCO DE SABADELL, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BANCO SANTANDER, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BANKIA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BANKINTER,S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
BARON DE LEY, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
BAYER A.G.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
BIOSEARCH, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
BODEGAS RIOJANAS, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SHMSF, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Servicios de Inversión
CAIXABANK, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
CAMPOFRIO FOOD GROUP, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Materiales de Construcción
CIA. VINÍCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
CIA.LEVANTINA, EDIFICACION DE O.PUBLICAS	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
CIE AUTOMOTIVE, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
CLINICA BAVIERA, S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios
CODERE, S.A.	Servicios de Consumo - Ocio, Turismo y Hostelería
COMPAÑIA GENERAL DE INVERSIONES, SICAV	Servicios Financieros e Inmobiliarios - SICAV
CONST.Y AUXILIAR DE FERROCARRILES S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
CORPORACION FINANCIERA ALBA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Cartera y Holding
DEOLEO, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	Servicios de Consumo - Comercio
DINAMIA CAPITAL PRIVADO,S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Cartera y Holding
DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.	Bienes de Consumo - Textil, Vestido y Calzado
DURO FELGUERA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
EBRO FOODS, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
ELECNOR S. A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
ENAGAS, S.A.	Petróleo y Energía - Electricidad y Gas
ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA	Petróleo y Energía - Electricidad y Gas
ENEL GREEN POWER S.P.A.	Petróleo y Energía - Energías Renovables

ERCROS S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Industria Química
EUROPEAN AERONAUTIC DEFENCE SPACE CO.N.V	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Aeroespacial
FAES FARMA,S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
FERGO AISA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
FERROVIAL, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A.	Petróleo y Energía - Energías Renovables
FLUIDRA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
FUNESPAÑA,S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios
GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
GAS NATURAL SDG, S.A.	Petróleo y Energía - Electricidad y Gas
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
GRIFOLS, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
GRUPO CATALANA DE OCCIDENTE S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Seguros
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
GRUPO EZENTIS, S.A.	Tecnología y Telecomunicaciones - Telecomunicaciones y Otros
GRUPO TAVEX, S.A.	Bienes de Consumo - Textil, Vestido y Calzado
IBERDROLA, S.A.	Petróleo y Energía - Electricidad y Gas
IBERPAPEL GESTION, S.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
INDO INTERNACIONAL S.A.	Bienes de Consumo - Otros Bienes de Consumo
INDRA SISTEMAS, S.A., SERIE A	Tecnología y Telecomunicaciones - Electrónica y Software
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL,S.A."INDITEX"	Bienes de Consumo - Textil, Vestido y Calzado
INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	Servicios de Consumo - Transporte y Distribución
INYPSA INFORMES Y PROYECTOS, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
JAZZTEL, P.L.C.	Tecnología y Telecomunicaciones - Telecomunicaciones y Otros
LA SEDA DE BARCELONA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Industria Química
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
LIBERBANK, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Bancos y Cajas de Ahorro
LINGOTES ESPECIALES S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
MAPFRE, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Seguros
MARTINSA-FADESA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	Servicios de Consumo - Medios de Comunicación y Publicidad
MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	Servicios de Consumo - Ocio, Turismo y Hostelería
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
MONTEBALITO, S.A.	Petróleo y Energía - Energías Renovables
NATRA S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
NATRACEUTICAL, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
NH HOTELES, S.A.	Servicios de Consumo - Ocio, Turismo y Hostelería
NICOLAS CORREA S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
NYESA VALORES CORPORACION, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
PAPELES Y CARTONES DE EUROPA,S.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
PESCANOVA, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
PRIM, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología
PROMOTORA DE INFORMACIONES,S.A.	Servicios de Consumo - Medios de Comunicación y Publicidad
PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios
QUABIT INMOBILIARIA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
REALIA BUSINESS, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	Petróleo y Energía - Electricidad y Gas
RENO DE MEDICI, S.P.A.	Bienes de Consumo - Papel y Artes Gráficas
RENTA 4 BANCO, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Servicios de Inversión

RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
REPSOL, S.A.	Petróleo y Energía - Petróleo
REYAL URBIS, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
SACYR, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Construcción
SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.	Servicios de Consumo - Comercio
SNIACE	Bienes de Consumo - Textil, Vestido y Calzado
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.	Petróleo y Energía - Energías Renovables
SOTOGRADE, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
TECNICAS REUNIDAS, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Ingeniería y Otros
TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA, S.	Tecnología y Telecomunicaciones - Electrónica y Software
TELEFONICA, S.A.	Tecnología y Telecomunicaciones - Telecomunicaciones y Otros
TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
TUBACEX, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
TUBOS REUNIDOS, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Mineral, Metales y Transformación
URALITA, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Materiales de Construcción
URBAS GRUPO FINANCIERO, S.A.	Servicios Financieros e Inmobiliarios - Inmobiliarias y Otros
VERTICE TRESCIENTOS SESENTA GRADOS, S.A.	Servicios de Consumo - Medios de Comunicación y Publicidad
VIDRALA S.A.	Bienes de Consumo - Otros Bienes de Consumo
VISCOFAN, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
VOCENTO, S.A.	Servicios de Consumo - Medios de Comunicación y Publicidad
ZARDOYA OTIS, S.A.	Mat.Basicos, Industria y Construcción - Frabric. y Montaje Bienes de Equipo
ZELTIA, S.A.	Bienes de Consumo - Productos farmacéuticos y Biotecnología



### **ANEXO III – Preguntas sobre el tipo de relación CA-AD a los directivos**

(Escala de Likert de 5 puntos)

1.- El CA tiene en cuenta, sobre todo, los grandes objetivos estratégicos presentados por la AD y es flexible en lo que se refiere a los planes y presupuestos.

2.- Los consejeros que se relacionan más directamente con la AD, animan a considerar las características del entorno como oportunidades.

3.- El CA estimula a que la AD plantee los problemas de forma nueva, pero en el marco de los planes y presupuestos establecidos.

4.- El CA hacen indicaciones que permiten a la AD darse cuenta de aspectos del sector industrial que no había considerado antes.

5.- El CA valora especialmente que la AD dedique recursos a la formación de los empleados.

6.- La alta dirección no confía en que el CA apruebe sus propuestas, aunque estén bien formuladas y sean convenientes para la empresa.

7.- El CA premia el cumplimiento de las prácticas establecidas, en el marco de los planes y los presupuestos aprobados.

8.- El CA exige un cumplimiento formal de todas aquellas actuaciones que contribuyen a la imagen de marca de la compañía.

9.- El CA exige el cumplimiento de todas las formalidades y procedimientos relacionados con el contenido de los acuerdos y contratos.

10.- Directivos externos tiene reuniones informales con consejeros internos (AD), en las que sugieren mejoras para la gestión interna de la compañía.

11.- Directivos externos tiene reuniones informales frecuentes con consejeros internos (AD), en las que sugieren mejoras para la estrategia.

12.- Directivos externos tienen reuniones informales con consejeros internos (AD) en las que proporcionan información valiosa procedente de otros sectores económicos.

13.- La alta dirección evita presentar propuestas al CA, aunque sean convenientes para la empresa, si piensa que no serán bien vistas por el Consejo.

14.- Los Consejeros que mantienen una relación habitual con la AD y tienen en cuenta las necesidades e intereses de los altos directivos.

15.- Los Consejeros que mantienen una relación habitual con la AD, felicitan a los directivos de la AD cuando hay éxito, y son moderados en sus críticas.

**ANEXO IV – Tabla de correlaciones entre algunos de los principales constructos del Capítulo IV**

Tabla nº AIV.1 – De correlaciones entre algunos de los principales constructos.

		DIN	FR 1	FR 3	FR 5
	Pearson correlation	1	-.154	-.063	.246*
DIN	Sig. (bilateral)		.106	.512	.012
	N	95	92	92	92
	Pearson correlation	-.153	1	.000	.000
FR 1	Sig. (bilateral)	.126		1.000	1.000
	N	94	179	179	179
	Pearson correlation	-.054	.000	1	.000
FR 3	Sig. (bilateral)	.605	1.000		1.000
	N	94	190	190	190
	Pearson correlation	.249	.000	.000	1
FR 5	Sig. (bilateral)	.015	1.000	1.000	
	N	92	176	176	176



## Abreviaturas

Abreviaturas más comunes de uso en nota o en el texto:

A <sub>c</sub>	Apalancamiento de control
AD	Alta Dirección
ADE	Alta Dirección de la Empresa
BCE	Banco Central Europeo
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
art.	artículo
arts.	artículos
CA	Consejo de Administración
Cap.	Capítulo
CE	Conocimiento Específico
CC	Capacidad de Control
CC	Código Civil (aparece precedido por el número del artículo)
CCom	Código de Comercio
Cf.	confróntese
CNMV / C.N.M.V.	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Coord.	Coordinador
CP	Código Penal
CS	Conocimiento específico
CT	Conocimiento tácito
ET	Estatuto de los Trabajadores
Gn	Grupo n
Hn	Hipótesis n
I + D	Investigación y desarrollo
JG	Junta General
JGA	Junta General de Accionistas
KH	<i>Know how</i>
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
n.d.	No hay datos.
OPA	Oferta Pública de Adquisición
p. / pag.	página
P <sub>f</sub>	Participación flotante
P <sub>c</sub>	Participación de control
ob. cit.	obra citada
RD	Real Decreto
S.	Siglo
SA / S.A.	Sociedad Anónima
SCA	Sociedad Comanditaria por Acciones
SL / S. L. / S. R. L.	Sociedad de Responsabilidad Limitada
ss.	siguientes
STCo.	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
STSJ	Sentencia del Tribunal Superior de Justicia
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
TA	Teoría de Agencia
TCT	Teoría de Costes de Transacción
TS	Tribunal Supremo
V.	ver



*Se solicitó el depósito de esta Tesis del programa de Doctorado “105C-566 Dirección de Empresas, Estrategia y Organización” al Departamento de Dirección de Empresas “Juan José Renau Piqueras” de la Facultad de Economía de la Universitat de València el día trece de mayo de 2014. Tras el cumplimiento de todos los trámites oportunos, los informes positivos de los expertos y la autorización del antedicho Departamento, causó depósito con el número 6865 el día seis de junio de 2014.*

*La Vicerrectora de Postgrado, mediante acuerdo de la comisión competente, autorizó la defensa de esta Tesis ante el Tribunal formado por: el Dr. Enrique Claver Cortes, Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Alicante que actuó como Presidente, el Dr. Joan Ramon Sanchis Palacio, Catedrático de Organización de Empresas de la Universitat de València que actuó como Secretario, y el Dr. Ignacio Gil Pechuan, Catedrático E.U. de Administración de Empresas y Sistemas de Tecnología de la Información de la Universidad Politécnica de Valencia que actuó como Vocal.*

*El Tribunal convocó el acto de defensa de esta Tesis el martes uno de julio de de 2014 a las once treinta horas, que se llevó acabo en la Sala Ignacio Villalonga de la Facultad de Economía de la Universitat de València y, finalizado el acto público, tras la defensa y discusión de la Tesis, el Tribunal se reunió y la evaluó con la calificación*

*Sobresaliente Cum Laude por unanimidad.*

Ejemplar en formato electrónico

Impreso el 2 de julio de 2014

© Todos los derechos reservados.