



- ◆ Trabajo realizado por la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

EL FUNCIONAMIENTO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION Y LA CREACION DE VALOR: EL PROBLEMA DE LA AGENCIA

*Gregorio Izquierdo Llanes**
*Rafael Pampillón Olmedo***

Uno de los conflictos más tradicionales que se dan en las empresas es el de la separación entre propiedad y control, conocido hoy como el «problema de la agencia». Los consejos de administración constituyen uno de los principales mecanismos de control de que disponen los accionistas para solventar este conflicto. Por ello, hoy en día el «problema de la agencia» se incluye como parte fundamental del estudio de los consejos de administración, tanto en la versión que se concentra en los resultados empresariales como en la que profundiza en la función de control, en aras a maximizar la creación de valor de las empresas en un entorno globalizado.

Palabras clave: *economía de la empresa, gestión empresarial, control de gestión, consejo de administración, accionistas.*

Clasificación JEL: *D23, K22, M13.*

1. Introducción

En la actualidad, estamos asistiendo a un renovado interés por el papel de los consejos de administración en el nuevo entorno globalizado; buena prueba de ello son los recientes informes realizados al respecto, como los informes Cadbury (1992) y Greenbury (1995) en Inglaterra, el informe Viénot (1995) en Francia, el informe del Círculo de Empresarios (1996) en España y, sobre todo, la creación de una comisión de nueve expertos para establecer las pautas que deben guiar la nueva configuración de los consejos, auspiciada por la Secretaría de Estado de Economía y plas-

mada en acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de febrero de 1997. Los anteriores informes son muy conocidos, lo que nos exime de desarrollarlos detalladamente, aunque sí son útiles para avalar la necesidad de estudiar el marco teórico de los principios generales del funcionamiento de los consejos de administración.

El objetivo último y, a su vez, justificación del papel de los consejos de administración dentro de las empresas es la creación de valor en las mismas, función que desempeñan mediante su contribución a la mejora de otras variables instrumentales, las cuales pueden agruparse, según su función, en dos tipos. Por un lado, estarían aquellas que intervienen en el diseño de líneas estratégicas de acción en aras a mejorar los resultados empresariales en el largo plazo y, por otro, aquellas que colaboran en el desarrollo del control, acción que, en última instancia, se manifiesta mediante el nombramiento y cese de los máximos ejecutivos, como vía que posibilita el equilibrio entre los intereses de

* Director de Análisis del Instituto de Estudios Económicos. Profesor Adjunto de la Universidad San Pablo CEU.

** Profesor del Instituto de Empresa. Catedrático de Política Económica de la Universidad San Pablo CEU. MBA por el IESE (Barcelona).

EL FUNCIONAMIENTO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION Y LA CREACION DE VALOR: EL PROBLEMA DE LA AGENCIA

*Gregorio Izquierdo Llanes**
*Rafael Pampillón Olmedo***

Uno de los conflictos más tradicionales que se dan en las empresas es el de la separación entre propiedad y control, conocido hoy como el «problema de la agencia». Los consejos de administración constituyen uno de los principales mecanismos de control de que disponen los accionistas para solventar este conflicto. Por ello, hoy en día el «problema de la agencia» se incluye como parte fundamental del estudio de los consejos de administración, tanto en la versión que se concentra en los resultados empresariales como en la que profundiza en la función de control, en aras a maximizar la creación de valor de las empresas en un entorno globalizado.

Palabras clave: *economía de la empresa, gestión empresarial, control de gestión, consejo de administración, accionistas.*

Clasificación JEL: *D23, K22, M13.*

1. Introducción

En la actualidad, estamos asistiendo a un renovado interés por el papel de los consejos de administración en el nuevo entorno globalizado; buena prueba de ello son los recientes informes realizados al respecto, como los informes Cadbury (1992) y Greenbury (1995) en Inglaterra, el informe Viènot (1995) en Francia, el informe del Círculo de Empresarios (1996) en España y, sobre todo, la creación de una comisión de nueve expertos para establecer las pautas que deben guiar la nueva configuración de los consejos, auspiciada por la Secretaria de Estado de Economía y plas-

mada en acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de febrero de 1997. Los anteriores informes son muy conocidos, lo que nos exime de desarrollarlos detalladamente, aunque sí son útiles para avalar la necesidad de estudiar el marco teórico de los principios generales del funcionamiento de los consejos de administración.

El objetivo último y, a su vez, justificación del papel de los consejos de administración dentro de las empresas es la creación de valor en las mismas, función que desempeñan mediante su contribución a la mejora de otras variables instrumentales, las cuales pueden agruparse, según su función, en dos tipos. Por un lado, estarían aquellas que intervienen en el diseño de líneas estratégicas de acción en aras a mejorar los resultados empresariales en el largo plazo y, por otro, aquellas que colaboran en el desarrollo del control, acción que, en última instancia, se manifiesta mediante el nombramiento y cese de los máximos ejecutivos, como vía que posibilita el equilibrio entre los intereses de

* Director de Análisis del Instituto de Estudios Económicos. Profesor Adjunto de la Universidad San Pablo CEU.

** Profesor del Instituto de Empresa. Catedrático de Política Económica de la Universidad San Pablo CEU. MBA por el IESE (Barcelona).

los accionistas y los de los ejecutivos. La eficacia de los consejos en el logro de ambos objetivos depende tanto de las normas legales, como de los criterios de *management* que rigen su organización y funcionamiento. Como consecuencia de ello, los estudios relativos al papel de los consejos en la creación de valor en las empresas pueden englobarse en dos grandes tipologías. En primer lugar, tendríamos aquellos trabajos que se centran en los efectos de la composición y funcionamiento del consejo sobre los resultados empresariales. En segundo lugar, estarían los estudios que entienden que la función de control sobre los directivos es la prioritaria de los consejos y que, en la medida en que la consigan, contribuyen a crear valor en la empresa. Teniendo en cuenta estos antecedentes, el presente trabajo se enfoca desde una perspectiva general que intenta identificar los principios rectores que deben estructurar los consejos para maximizar la creación de valor, utilizando como eje vertebrador las dos grandes tipologías anteriormente citadas y partiendo del problema de la agencia como justificación de la existencia de los consejos de administración o, lo que es lo mismo, analizando el clásico conflicto que surge de la separación existente entre propiedad y control.

2. La separación entre propiedad y control: el problema de la agencia

El papel de los consejos de administración en el gobierno de las empresas es una cuestión cuyo estudio debe partir del desarrollo de hipótesis previas. La principal es la relativa al tratamiento de la separación entre propiedad y control, que es intrínseca al capitalismo moderno y al desarrollo de las grandes empresas. Respecto a esta cuestión, existen dos grandes posturas (Blair, 1995). Por una parte, tendríamos aquéllos que postulan que la empresa debe dirigir sus actuaciones a maximizar la riqueza de sus accionistas, cuestión para la cual los accionistas delegan en directivos profesionales. El problema surge en la medida en que estos directivos, aprovechando la dilución del capital y los costes de información y control, actúan en su propio interés, utilizando comportamientos oportunistas. Surge así

el llamado «problema de la agencia». En estos casos, el papel del consejo de administración debe ser, predominantemente, el de garantizar que los directivos respondan a los intereses de los accionistas, lo que en gran medida equivale a efectuar una función de control y contratación y despido de directivos.

La otra postura señala que con mercados financieros muy desarrollados, en donde proliferen las prácticas de absorciones y fusiones de empresas, es posible que los directivos estén tan condicionados por la evolución en el corto plazo de la cotización de sus acciones y por la exigencia de resultados que se olviden de la creación de riqueza en el largo plazo. Aquí, el problema del consejo suele ser de otra índole y se refiere más a las prácticas de supervisar las estrategias estructurales de la empresa o, por qué no, aislar a los directivos de los vaivenes del mercado, con prácticas tales como el blindaje de los consejos ante absorciones hostiles o con la concesión de los derechos de voto corporativos, únicamente tras un periodo de tenencia de las acciones.

En nuestro país, el desarrollo de los mercados financieros y el marco institucional existentes han hecho que la primera postura antes comentada se dé con más frecuencia que la última, por lo que en el presente artículo nos vamos a centrar, ante todo, en el problema de la delegación del control de la dirección por parte de los propietarios de las empresas, pero sin olvidar con ello que el problema del gobierno de las empresas por parte de los consejos es mucho más amplio.

Aquí cabe recordar que, aunque la separación entre propiedad y control es la raíz del problema de la agencia, también es una fuente importante de ventajas. A este respecto, la dilución del capital en pequeñas porciones permite a los ahorradores participar en actividades empresariales de gran calado. De igual forma, se posibilita que las personas más capacitadas, con independencia de sus recursos, sean las que dirijan el gobierno de las empresas. Con todo, la principal ventaja de la separación entre propiedad y control surge de la posibilidad de aumentar las posibilidades de asunción de riesgo, por la vía de la diversificación.

Los efectos de la separación entre propiedad y control no son lineales al porcentaje de participación. Así, aunque en principio según se incrementa la participación del consejo en la propie-

dad de la empresa se mejoran los resultados (como consecuencia de la convergencia de intereses entre accionistas y consejeros), también puede suceder que a partir de determinado nivel de participación los resultados empresariales se deterioren como consecuencia del «efecto atrincheramiento», por el que una vez que se ha alcanzado un determinado porcentaje de participación se pueden eludir los mecanismos de disciplina del mercado, aprovechando la dilución del capital y el voto del resto de accionistas (Bengoechea, 1997).

No obstante, a todos estos beneficios de la separación entre propiedad y control, hay que contraponerles los llamados costes de agencia, que surgen por la diferencia de incentivos, aceptación de riesgos e información existente entre los agentes que detentan la propiedad (accionistas) y los que la controlan (dirección). Dentro del problema de la agencia, suelen existir dos sujetos, el «principal» que son los propietarios de la empresa, que suelen delegar en otro, el «agente» (gestores de la empresa). Entre ellos pueden surgir conflictos como consecuencia de sus diferentes intereses y reparto del riesgo, máxime cuando existen asimetrías de información (Gago, 1996).

Es decir, el problema puede aparecer cuando el agente actúa buscando su propio interés. En el caso extremo, los inversores pueden ver cómo disminuye el valor de sus aportaciones si los gestores de sus empresas no dedican sus recursos a generar valor añadido al accionista sino para sí mismos o, simplemente, cuando se equivocan. A este respecto, es especialmente frecuente el caso de los directivos que en vez de dedicarse a crear riqueza para los accionistas se dedican a excesivos procesos de expansión empresarial para aprovechar la circunstancia de que su prestigio y retribución suelen estar vinculados al tamaño de la empresa en la que operan. De igual forma, no faltan los casos de compra y venta de los activos empresariales a precios distintos de los reales con la intención de obtener beneficio de ello, la utilización de bienes y servicios de la empresa o, también incluso, la permanencia en el puesto por más tiempo del que los intereses de los accionistas requerirían.

Una vez identificado el problema de la agencia, parece necesario señalar los mecanismos institucionales que permiten for-

talear los intereses de los accionistas frente a los de sus directivos. En primer lugar, se deben establecer procedimientos legales que garanticen los derechos de los accionistas en relación a los directivos. Estos conflictos son especialmente frecuentes en los intentos de absorción por parte de otras empresas, cuando los directivos impiden que funcione la disciplina de los mercados. Para evitar estas situaciones, cobra especial importancia la exigencia de mayorías cualificadas de voto para los casos en que se quieren establecer medidas antiabsorción, en especial las relativas al blindaje de consejeros y directivos o la asunción de fuertes apalancamientos encaminados a la defensa frente a absorciones o fusiones. De igual forma, no faltan legislaciones en las que se protege jurídicamente la obligación de lealtad del equipo directivo, en cuestiones tan específicas como la prohibición de que los directivos efectúen con fines particulares operaciones mercantiles cuyo conocimiento o desarrollo se haya efectuado en su desempeño profesional (Shleifer y Vishny, 1996).

Otras medidas son las que permiten a los accionistas minoritarios manifestar su disconformidad con la gestión empresarial. Para ello es imprescindible que las reglas de votación en las juntas generales permitan mantener la proporcionalidad de representación y la agrupación de votos por los accionistas minoritarios a efectos de que estos últimos puedan estar representados en el consejo. De igual forma, es necesario que exista una supervisión externa que garantice la seriedad y transparencia de los mecanismos de votación en las juntas generales, y de los asuntos a tratar en las mismas. Por ello, es muy importante que los accionistas que posean una determinada participación tengan derecho a obtener el máximo de información acerca de la gestión empresarial, así como cauces para manifestar sus discrepancias de forma efectiva y sin que ninguna de estas acciones les suponga un coste que les desincentive a afrontarlas. A este respecto, y a los efectos de estar en igualdad de condiciones con la directiva existente, los accionistas deben tener a su disposición listas que comprendan la totalidad del accionariado, para con ello poder hacer factible el poder del accionariado respecto a la

dirección, en especial el referente a las posibilidades de despido y sustitución del equipo directivo.

Ahondando en este camino y con la finalidad de evitar el absentismo de los accionistas en las juntas generales, no falta quién recomiende (Cadbury, 1996) que se obligue a votar y participar en las juntas a los inversores institucionales y que éstos justifiquen su estrategia de votaciones ante sus partícipes, medida que no es novedosa, ya que se ha implantado con éxito en Estados Unidos.

No obstante, aquí cabe recordar que en nuestro país los fondos de inversión tienen fuertes limitaciones para adquirir participaciones superiores al 5 por 100 en el capital de empresas.

Con todo, la principal vía para afrontar el problema de la agencia no es otra que la competencia, tanto en los mercados de factores como de productos, que llevaría a la desaparición de las empresas y agentes ineficientes. No obstante, los resultados de las empresas se manifiestan con un retardo temporal respecto a las actuaciones directivas, como consecuencia, ante todo, de no disponer de mecanismos de control y de obtención de información que permita actuar de inmediato. Esta circunstancia ha hecho que el eje central del estudio del *corporate governance* (gobierno de empresas) sea el de asegurar que las señales del mercado que identifican los errores e ineficiencias empresariales se trasladen realmente a la actuación empresarial, por ejemplo despidiendo a los equipos directivos que no incrementen el valor de sus empresas. Por estas razones, no falta quién (Berglöf, 1997) señale que la competencia y el gobierno de empresas son sustitutivos y que, por tanto, cuando se opera en mercados muy competitivos que restringen las acciones de los equipos directivos, no son tan decisivas las instituciones relativas al gobierno de empresas y viceversa.

Por último, la composición y el funcionamiento de los consejos de administración en aras a desempeñar su función de control son, desde el punto de vista interno de la empresa, las bases para solventar el problema de la agencia, como se demuestra en el resto del presente trabajo.

3. La creación de valor en función de la composición y funcionamiento de los consejos de administración

El análisis de los efectos de la composición y funcionamiento de los consejos sobre la creación de valor es una cuestión que se suele abordar por diversas vías, como, por ejemplo, el grado de independencia de los consejeros, o bien la dicotomía entre consejeros internos y externos. Asimismo, también son relevantes otros aspectos, como pueden ser el tamaño y retribución de los consejos. Todos ellos se incardinan a través de su contribución a la eficacia de los consejos en el cumplimiento de sus funciones, en general, y del diseño de las estrategias de las empresas, en particular. Respecto a la independencia, cabe señalar que ésta se considera un puntal en la función de contrapesar el poder de los presidentes ejecutivos y consejeros delegados y representar, de esta forma, los intereses últimos de los accionistas. Por ello, los consejeros deben abstenerse de mantener algún tipo de interés laboral, profesional o particular con la empresa en cuyo consejo se sientan. Sin embargo, para que los consejeros independientes sean eficaces, es necesario que exista un número suficiente de los mismos en el consejo, o que estos consejeros gocen de una veteranía o prestigio, que haga que su voz sea siempre influyente en la toma de decisiones colectivas del órgano. La independencia de los consejeros también depende de los mecanismos existentes para su nombramiento y selección.

Es frecuente observar que en muchas empresas se exigen unas aptitudes, capacidades y mecanismos de selección de sus ejecutivos intermedios mucho más exigentes que los que se mantienen para sus consejeros. A estos efectos, cuando un consejero carece de la idoneidad y aptitud mínimas para el puesto que disfruta es imposible que emita cualquier juicio objetivo independiente que contradiga los intereses de quien lo haya nombrado, normalmente el presidente de la empresa. Por ello, la selección de los consejeros debe efectuarse con criterios objetivos que premien la independencia de criterio (Cadbury, 1996) y penalicen las relaciones de dependencia, nepotismo o amiguismo, cuestión para la que no está de más establecer rígidas normas estatutarias de incompatibilidades. Un posible

mecanismo sería el crear un comité de nombramientos donde se fijaran objetivamente los criterios de selección y retribución que debieran cumplir los potenciales consejeros.

Por otra parte, se puede reforzar la independencia involucrando a consejeros que sean, a su vez, accionistas. No hay mayor sintonía de intereses que la del consejero que simultanea su condición con la de accionista, especialmente si su participación accionarial es de tal cuantía que haga que su conflicto de intereses entre la rentabilidad de su cartera y la retribución como consejero se decante por la primera. En este sentido, cuando la propiedad está fuertemente representada en el consejo de administración aumentan los resultados de las empresas (Hermalin y Weisbach, 1992). Es más, se ha demostrado de forma empírica para España que la participación de los directivos en la propiedad es una de las principales vías que han existido en los años noventa para solventar el problema de la agencia (Lozano, Miguel y Pindado, 1997).

Los consejeros independientes tienen importantes responsabilidades respecto al control de la dirección y de la parte del consejo identificada con la misma. A este respecto, estos consejeros deben tener responsabilidades formalmente definidas para solventar los conflictos de intereses que pudieran surgir entre la dirección y los accionistas, como puede suceder en los casos de contrataciones, adquisiciones o enajenaciones efectuadas por la empresa o entre las alternativas de expansión empresarial y política de dividendos.

Los miembros independientes del consejo de administración no sólo sirven para desempeñar la función de control (Fama y Jensen, 1983), sino que además pueden realizar tareas de asesoramiento o de asentamiento de negocios y relaciones personales, máxime cuando existe una fuerte tendencia a que estos consejeros independientes procedan, sobre todo, de empresas exitosas. A este respecto, un tema muy controvertido es la valoración del hecho de que algunas empresas prestan sus ejecutivos a otras como consejeros, ya que existen estudios empíricos que sugieren que, en general y con la excepción del sector financiero, las empresas que prestan sus directivos pueden verse perjudicadas en cuanto que los mismos se distraen de sus

propias ocupaciones y/o envían señales al mercado de que están disponibles (Rosenstein y Wyatt, 1994). En el mismo sentido, entre los detractores de los consejeros externos, se argumenta que en ocasiones la empresa receptora se ve perjudicada por cuanto éstos carecen del conocimiento, información y especialización que poseen los consejeros internos (Baysinger y Hoskisson, 1990; Rosenstein y Wyatt, 1990).

A pesar de que los expertos señalan la importancia de incorporar consejeros independientes, la evidencia empírica de la relación existente entre composición de consejos y resultados empresariales no es muy significativa, con contadas excepciones (Barnhart, Wayne y Rosenstein, 1994; Pearce y Zahra, 1992). No obstante, existen estudios de carácter parcial que sí avalan esta relación. Entre éstos, destacan los que intentan analizar las implicaciones sobre el desarrollo empresarial de la importancia relativa de los consejeros *outsiders* (independientes, directivos de otras empresas, representantes de accionistas minoritarios...) y de los consejeros *insiders* (ejecutivos en activo o jubilados de la empresa y representantes de los accionistas mayoritarios). Entre otros importantes hallazgos, se ha demostrado que la retribución de los máximos directivos donde existen consejeros *outsiders*, está más vinculada a los resultados empresariales y los gastos en emolumentos de los directivos son menores (Weisbach, 1988). También se ha señalado que las empresas con un mayor número de consejeros independientes obtienen una mayor rentabilidad (Lee, Rosenstein, Rangan y Davidson, 1992), especialmente cuando se produce un cambio de propiedad (Byrd y Hickman, 1992). Por otra parte, se ha constatado que las estrategias de diversificación de productos o internacionalización de las empresas suelen producirse cuando tienen lugar cambios en la composición de los consejos (Hermalin y Weisbach, 1988). Asimismo, en los casos de empresas públicas, la introducción de consejeros independientes puede funcionar para compensar parte de sus restricciones políticas de funcionamiento (Li, 1994).

La dimensión óptima de un consejo es una cuestión que depende de múltiples factores, como son el tamaño de la empresa, los sectores en que opera, la complejidad del entorno, o el

grado de dilución del capital. No obstante, es muy probable que, a partir de un cierto número de consejeros, los miembros adicionales no sirvan sino para engrosar los gastos generales, además de restar flexibilidad, operatividad y profundidad en la toma de decisiones, con lo que su aportación marginal a la creación de valor más que positiva es negativa, tal y como se evidencia en la realidad práctica (Eguidazu, 1996; Yermarck, 1996). Buena prueba de esta afirmación es la proliferación de consejos ejecutivos con los que las empresas intentan sortear estos problemas, tal y como por ejemplo sucede con múltiples empresas del sector bancario. Sin embargo, un consejo excesivamente pequeño, especialmente cuando su composición es par, dificulta el cumplimiento de sus funciones en los casos de desacuerdos. Por todo ello, la dimensión óptima de un consejo probablemente se sitúe entre cinco y siete miembros y nunca por encima de diez (Jensen, 1996). A este respecto, en España los consejos son especialmente grandes en sectores como la banca y el sector público, con una media de 11 y 16 consejeros, respectivamente (Galve y Salas, 1997). Asimismo, cabe recordar que nuestra legislación mercantil, si bien impone una dimensión mínima del consejo (tres miembros), no señala ningún límite de tamaño al mismo, circunstancia que se reserva a los estatutos sociales de la empresa en exclusiva.

El establecimiento de la retribución idónea de los consejeros es otro de los grandes retos de los consejos. Tan mala es una retribución excesiva, que cree lazos de dependencia de los consejeros con la empresa que les impida manifestar el «voto con los pies», es decir la dimisión, como una remuneración tan nimia que impida atraer a consejeros capaces, idóneos y válidos o que, si se les atrae, implique que éstos no dediquen al consejo la atención necesaria. La solución pasa por pagar compensaciones de mercado a los consejeros, cuestión difícil cuando ésta suele ser idéntica para todos los consejeros, mientras que no todos ellos tienen el mismo «valor de mercado». Con todo, es muy difícil encontrar el equilibrio, aunque es menos probable equivocarse cuando éste se fija en función del nivel de dedicación y trabajo que se exige al consejo o de la «objetividad» que se haya seguido en el proceso de selección de los consejeros.

Asimismo, según el informe Greenbury (1995), es necesario que las retribuciones por todos los conceptos de los consejeros sean bien conocidas por los accionistas, en especial las partidas relativas a opciones de compra de acciones, fondos de pensiones de los consejeros y retribuciones en especie.

4. La función de control y la creación de valor

Los consejos de administración son uno de los principales mecanismos de control a través de los cuales los accionistas pueden incitar a los directivos para que sigan políticas que optimicen la creación de valor dentro de la empresa. Las vías para ejercer este control suelen ser de dos tipos. Por un lado, nombrando, despidiendo o fijando la política de retribuciones del equipo directivo; por otro, estableciendo las pautas generales y cauces de acción que debe seguir la tarea directiva.

Como se ha señalado anteriormente, la justificación para el control reside en los problemas derivados de la disparidad de intereses entre accionistas y directivos, agravados por la existencia de información asimétrica entre ambos grupos. Y es que la dilución del capital de una sociedad mercantil permite que los directivos actúen en su propio interés en vez de seguir el de los verdaderos propietarios de la empresa, dando lugar a los famosos, y antes comentados, problemas de agencia (Fama, 1980). En este contexto, cuando los accionistas están en desacuerdo con la dirección de la empresa, sólo tienen tres alternativas: enajenar sus acciones y abandonar la sociedad, intentar cambiar al equipo directivo mediante el uso de la junta general o bien, utilizar de forma activa la figura de los consejos de administración. Las dos primeras soluciones no son ni mucho menos satisfactorias, lo que deja como única opción la tercera. A este respecto, mediante los consejos, los accionistas controlan el gobierno de la empresa de forma continua y con un coste diluido entre el conjunto de accionistas.

La preocupación por el control, siempre importante, se ha incrementado en los últimos tiempos en España, cuando conocidos y famosos casos de fraude empresarial, o situaciones de crisis, han pasado inadvertidas o no han encontrado respuesta

dentro de sus numerosos y bien retribuidos consejos de administración. Este problema, que no es específico de nuestro país, fue el eje vertebrador del famoso informe Cadbury (1992), en el que se resaltaba la necesidad de independencia de los consejeros para poder emitir juicios idóneos y válidos sobre la gestión de la empresa, máxime cuando la evidencia diaria indica que los consejos mayoritariamente independientes refuerzan la función de control. Estas razones son las que obligan a que la condición de independencia sea el rasgo que caracterice a los comités de auditoría (Bathala y Pao, 1995). Estos comités, además, pueden incorporar expertos con voz pero sin voto, que ayuden a enjuiciar una situación.

Los comités de auditoría son cruciales para el ejercicio de la función de control por parte de los consejos, ya que garantizan la idoneidad e integridad de la información que reciben estos últimos. A este respecto, podemos señalar que los comités de auditoría tienen, ante todo, la función de controlar y evaluar a los auditores externos e internos, a los efectos de garantizar la integridad y fiabilidad de la información suministrada tanto al consejo, como a los accionistas.

El trabajo que deben efectuar los consejos de administración tiene que ser lo más amplio posible y debe abarcar no sólo el control financiero, sino también el establecimiento de líneas estratégicas, la toma de decisiones en operaciones de gran envergadura, el establecimiento de las acciones a través de las cuales se plasma el curso de sus decisiones y, sobre todo, la designación, sanción y cese de los altos ejecutivos y de los mismos miembros del consejo de administración. Paradójicamente, en España la evidencia empírica disponible en las empresas que cotizan en bolsa, para el período 1992 y 1995 señala que no se cumple el papel disciplinario de las decisiones de sustitución de los miembros de la alta dirección (Fernández, 1997). Los consejos de administración también sirven para establecer mecanismos de control entre empresas interdependientes, como por ejemplo sucede con las empresas que son importantes clientes o proveedores; esta función se puede efectuar mediante el intercambio de consejeros (Booth y Deli, 1996).

Para reforzar el control es crucial que dentro de las empresas estén claramente delimitadas y divididas las funciones del consejo y las de la dirección ejecutiva, para que se puedan contrapesar ambos poderes y también exigir e identificar las responsabilidades en casos de error o negligencia, máxime cuando en nuestro país las progresivas reformas mercantiles, penales y administrativas no han hecho sino incrementar la posibilidad de exigir responsabilidades a los consejos de administración por sus acciones. En este sentido, el aumento de la exigencia de responsabilidades legales a los consejeros está provocando un mayor énfasis en el control, tal y como evidencia la mayor propensión a disentir con el equipo directivo y la rapidez con que en la actualidad se cesa a los ejecutivos ineficaces.

Un importante factor de control empresarial lo constituye la disciplina del mercado. Esto es, si la dirección de una empresa no maximiza su valor frente al que pudiera obtener un tercero, se ve expuesta a que éste la adquiera, produciéndose entonces un relevo en dicha dirección. Este proceso que, cuando se produce en bolsa y de forma contraria a la dirección de las empresas se suele denominar «OPA hostil», suele favorecer a los accionistas, que se ven beneficiados de las plusvalías derivadas del cambio de gestión, y perjudicar, en cambio, a la dirección, que se ve despojada de su posición. En este orden de cosas, es posible que algunos consejos reduzcan el valor de sus empresas cuando, para defenderse de posibles absorciones, emiten deuda para comprar acciones propias o amplíen capital para restar atractivo a la empresa al diluirse las reservas. Por otra parte, este conflicto de intereses hace que en ocasiones las empresas se blinden ante posibles adquisiciones, cuestión que, en lo relativo al consejo de administración, se suele materializar en cláusulas estatutarias relativas a circunstancias tales como la existencia de períodos mínimos de antigüedad en la posesión de acciones para acceder a la posición de consejero, la exigencia de mayorías cualificadas o la imposibilidad de renovación completa del consejo de forma simultánea. De esta forma, se resta atractivo a los potenciales compradores y, de paso, se impide que los accionistas puedan disfrutar de hipotéticas oportunidades de enajenación de sus acciones. Por todo ello, es nuestro criterio

que, aunque como consecuencia de una adquisición por un tercero se puedan ocasionar efectos perversos, éstas en general, y salvo excepciones justificadas, no deben obstaculizarse con normas estatutarias dictadas al respecto.

No nos gustaría terminar este epígrafe sin recordar que el problema de la agencia que sustenta y justifica la función de control por parte de los consejos se mitiga cuando existen accionistas mayoritarios con capacidad de control. Pero aquí cabe también advertir que puede surgir otro tipo de inconvenientes, como pueden ser el del expolio de los accionistas minoritarios a favor de los mayoritarios y el llamado efecto atrincheramiento antes comentado.

Así, por ejemplo, un grupo puede obtener el control de una sociedad con una participación del 25 por 100 del capital social, pero si efectúa una operación que le beneficie a él particularmente a costa de la sociedad, se beneficiará en un 100 por 100, aunque sólo soportará un coste del 25 por 100.

5. Conclusiones

El problema de la agencia surge de la dicotomía entre propiedad y control y, especialmente, de la posibilidad de comportamientos oportunistas y erróneos por parte del equipo directivo. A este respecto, uno de los principales mecanismos que tienen los accionistas para defender sus intereses son los consejos de administración los cuales, en la medida en que desempeñen correctamente su papel, contribuirán a la generación de riqueza para sus accionistas.

Esta creación de valor se suele manifestar por dos vías, una mediante un funcionamiento eficaz de los consejos, para lo que se requiere una estructura ágil y flexible; la otra, se articula a través de la función de control. Ambos caminos se ven favorecidos, ante todo, por la incorporación de consejeros independientes que propicien tanto el diseño de las líneas estratégicas de acción empresarial y la interacción con el cambiante entorno competitivo, como el desempeño de la función de control de forma objetiva y eficaz, máxime cuando estos consejeros suelen ser, en ocasiones, empresarios de otros sectores con mucha

experiencia que les permite vislumbrar mejor las nuevas oportunidades de negocio y los cambios en el entorno.

Estas ideas se están reflejando actualmente en la realidad empresarial española, ya que estamos asistiendo, cada vez más, a una profesionalización de los miembros de los consejos de administración de las empresas como respuesta a la mayor tensión competitiva que introduce la globalización de la economía. Estos nuevos consejos se involucran de manera creciente en las tareas y responsabilidades de gobierno o en las estrategias de medio y largo plazo, para dejar las funciones ejecutivas en manos de los equipos directivos, aunque eso sí, controlados por el consejo. Con todo, no se debe perder de vista que todos estos procesos llevan a una meta común, la de que los intereses de los accionistas por medio de los consejos recuperen el protagonismo perdido en sus empresas en favor de los directivos.

Referencias bibliográficas

- [1] AA.VV. (1997): «Los Consejos de Administración ante una economía globalizada», *Boletín del Círculo de Empresarios*, número 62.
- [2] BARNHART, S.; WAYNE, M. y ROSENSTEIN, S. (1994): «Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence», *Managerial and Decision Economics*, volumen 15, páginas 329-340.
- [3] BATHALA, C. y PAO, R. P. (1995): «The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective», *Managerial and Decision Economics*, volumen 16, páginas 59-69.
- [4] BAYSINGER, B. D. y HOSKISSON, R. E. (1990): «The Composition of Board of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy», *Academy of Management Review*, volumen 15, páginas 72-87.
- [5] BENGOCHEA, J. (1996): «El gobierno de empresas: características del debate actual», *Situación*, número 3, páginas 69-119.
- [6] BERGLÖF, E. (1997): «Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda», *Economic Policy*, número 24, abril 1997, páginas 91-124.
- [7] BLAIR, M. (1995): *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, The Brookings Institution, Washington D.C., páginas 1-367.
- [8] BOOTH, J. R. y DELI, D. (1996): «Factors Affecting the Number of Outside Directorships, Held by CEOs», *Journal of Financial Economics*, número 40, páginas 81-104.
- [9] BYRD, J. W. y HICKMAN, K. A. (1992): «Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids», *Journal of Financial Economics*, número 32, páginas 195-221.

- [10] CADBURY, A. (1992): *Report and Code of Best Practice on Corporate Governance* (Informe Cadbury), U.K. Committee on Corporate Governance, Londres.
- [11] CADBURY, A. (1996): «Tendencias en el gobierno de empresas», *Situación*, número 3, páginas 57-69.
- [12] CIRCULO DE EMPRESARIOS (1996): *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*, Documentos Círculo, noviembre, Madrid.
- [13] EGUIDAZU, S. (1996): «El conflicto entre propiedad y gestión en la empresa española», en *El gobierno de la empresa*, AB Asesores, Madrid, páginas 19-23.
- [14] FAMA, E. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, número 88, páginas, 288-307.
- [15] FAMA, E. y JENSEN, M. (1983): «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law of Economics*, número 26, páginas 301-325.
- [16] FERNANDEZ, C. (1997): *La influencia del Consejo de Administración sobre el valor de mercado de la empresa: los efectos de sustitución de altos directivos*, Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE celebrado en Almería, del 14 al 16 de septiembre de 1997, páginas 419-430.
- [17] GAGO, S. (1996): *La relación de agencia en la empresa. Análisis y control de los costes de agencia*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- [18] GALVE, C. y SALAS, V. (1997): «Propiedad y control de la empresa española», *Revista del Colegio de Economistas de Madrid*, número 73.
- [19] HERMALIN, B. F. y WEISBACH, M. S. (1988): «The Determinants of Board Composition», *Rand Journal of Economics*, volumen 19, número 4, páginas 587-606.
- [20] HERMALIN, B. F. y WEISBACH, M. S. (1992): «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance», *Financial Management*, número 20, páginas 101-12.
- [21] JENSEN, M. (1996): «The Free Cash Flow Dilemma: The United States Experience», *El gobierno de la empresa*, AB Asesores, Madrid, páginas 119-135.
- [22] LEE, C.; ROSENSTEIN, S.; RANGAN, N. y DAVIDSON, W. N. (1992): «Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Managements Buyouts», *Financial Management*, número 21, páginas, 58-72.
- [23] LI, J. (1994): «Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country Test of Agency Theory Predictions», *Managerial and Decision Economics*, volumen 15, páginas 359-368.
- [24] LOZANO, B.; MIGUEL, A. y PINDADO, J. (1997): *Propiedad y gestión en el mercado de control empresarial: un enfoque de agencia*, Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE celebrado en Almería, del 14 al 16 de septiembre de 1997, páginas 403-418.
- [25] PEARCE, J. A. y ZAHRA, S. (1992): «Board Composition from a Strategic Contingency Perspective», *Journal of Management Studies*, volumen 29, número 4, páginas 411-38.
- [26] ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. (1990): «Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, número 26, páginas 175-191.
- [27] ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. G. (1994): «Shareholder Wealth Effects When an Officer of One Corporation Joins the Board of Directors of Another», *Managerial and Decision Economics*, volumen 15, páginas 317-327.
- [28] SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1996): «A Survey of Corporate Governance», National Bureau of Economic Research, *Working Papers*, número 5.554, abril.
- [29] YERMARCK, D. (1996): «Higher Market Evaluation of Companies with a Small Board of Directors», *Journal of Financial Economics*.