

GOBIERNO DE LA EMPRESA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Jaime Terceiro Lomba *

Esta intervención se ordena de la siguiente manera. En la primera parte trataré de clarificar las dos aproximaciones distintas al gobierno de la empresa que caracterizan hoy este debate en los países desarrollados. A continuación revisaré algunas ideas sobre las teorías de la empresa, haciendo especial referencia al problema de agencia. Me centraré después en caracterizar las estructuras de propiedad que corresponden a distintos países. Entre los mecanismos que se utilizan para resolver el conflicto de intereses entre los accionistas y el equipo directivo, me fijaré exclusivamente en el Consejo de Administración. Seguidamente haré referencia a algunos de los principios comunes a todos los códigos de buen gobierno, en concreto a la transparencia en la actividad empresarial y a la independencia y competencia profesional de los consejeros. Terminaré con unas breves conclusiones. Seguramente la elección de los temas tratados y el desigual énfasis puesto en ellos pueden cuestionarse, ya que inevitablemente están condicionados por la limitación de espacio y las experiencias personales.

INTRODUCCIÓN

El gobierno de la empresa es un tema sobre el que los debates han aumentado notablemente en los últimos años, y especialmente en la última década. Son multitud los trabajos, investigaciones e informes que vieron la luz tanto desde el punto de vista académico como empresarial. Sin embargo, no es fácil centrar

* Sesión del día 15 de junio de 2004.

el debate ya que no existe una definición generalmente aceptada de lo que entendemos por gobierno de la empresa. Dos son las aproximaciones al problema. La primera, la que contempla definiciones, dadas en sentido estricto, como la propuesta por Sheleifer y Vishny (1997) en un trabajo ampliamente difundido, y que dice que «el gobierno de la empresa se ocupa de los procedimientos a través de los cuales se asegura una retribución adecuada a quienes facilitan los recursos financieros». La segunda aproximación contempla definiciones más amplias, como la de Zingales (1998), que se refiere al gobierno de la empresa como «el conjunto de actuaciones que determinan la negociación a posteriori de las quasi-rentas que se generan en la empresa».

También la OCDE contempla una aproximación en sentido amplio. Así, en su informe de «Principios del Gobierno de la Empresa», de 2004, y siguiendo la pauta de su anterior informe del año 1999, describe el gobierno de la empresa como el conjunto de relaciones entre el Consejo, sus accionistas (*shareholders*), y otros interesados (*stakeholders*) en la acción conjunta de la empresa, como son los acreedores, clientes, empleados y, en algunos casos, la sociedad en su conjunto. Aunque la propia OCDE reconoce que «un solo modelo no le viene bien a todos», es decir, no existe un modelo único de gobierno de la empresa aplicable a todos los países, sí pueden definirse un conjunto de principios que recogen características comunes a todos ellos. Estos principios de la OCDE han sido aprobados en el pasado mes de abril por los gobiernos de los treinta países miembros.

La primera de las definiciones suele conocerse como perspectiva financiera del gobierno de la empresa; la segunda, como perspectiva estratégica. La diferencia entre una y otra aproximación no es menor. Así, la primera se centra fundamentalmente, y de manera explícita, en la protección de los accionistas, mientras que la segunda pone énfasis en los demás agentes que aportan recursos a la empresa y que se ven afectados por las decisiones que en ella se toman. Los intereses de estos otros agentes están protegidos por diferentes medios, con frecuencia por contratos formales cuyo cumplimiento garantizan las leyes, y también podrían estarlo por la posibilidad de abandonar la relación libremente y sin costes de salida significativos. Cuando esto no es posible es cuando los defensores de la segunda aproximación justifican que el gobierno de la empresa debe tener en consideración la protección de los intereses de todos los agentes involucrados en la organización. Esta situación se da, por ejemplo, cuando estamos en presencia de inversiones específicas por parte de los trabajadores, proveedores y clientes, que, junto con los inversores financieros y el equipo ejecutivo, participan en la actividad colectiva de la empresa. La opción de salida no es, en este caso, suficiente protección, ya que el coste de oportunidad es menor que el coste de producción de los recursos

empleados, siendo la diferencia, precisamente, la inversión específica realizada en el pasado para poder disponer en el presente de los recursos necesarios. Esta diferencia es lo que se conoce como quasi-renta. Los economistas nos referimos a rentas y quasi-rentas. La idea de renta está asociada a la entrada en una actividad, y la de quasi-renta a la de salida.

Si *ex-ante* se percibe una posibilidad de que las quasi-rentas no van a estar protegidas en el futuro, no existirán incentivos para llevar a cabo inversiones específicas. En una situación así no cabe esperar que, por ejemplo, los trabajadores inviertan en formación específica para el puesto de trabajo a desempeñar cuando las condiciones de trabajo son precarias. Es también difícil que una empresa invierta en innovación si el marco de relaciones laborales dificulta la rentabilidad de la inversión. Posiblemente, éste es uno de los varios aspectos que tienen que ver con nuestro actual modelo de crecimiento caracterizado por niveles tan bajos de productividad.

Hablar en España, especialmente en los últimos años, del gobierno de las empresas, o del buen gobierno de las empresas, implica dos grupos de opinión distintos. Por una parte, la proclamación pública, que se manifiesta por medio de un proceso incesante de normas tales como el Informe Olivencia (1998), la Ley Financiera (1992), el Informe Aldama (2003), la Ley de Transparencia (2003) y multitud de textos legales de desarrollo. Por otra parte, aparece el escepticismo privado, derivado del conocimiento genérico de llamativos casos como los de Enron, Worldcom, Arthur Andersen, Vivendi o Parmalat, por citar aquellos ajenos a nuestro entorno, o bien el derivado del conocimiento directo de algunos de sus protagonistas, que, en nuestro caso, ha llegado a afectar a instituciones claves dentro del marco de referencia como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La importancia de este asunto es incuestionable, y no es nueva. Ya en 1776 Adam Smith advertía en su *Riqueza de las Naciones* que «los consejeros de las empresas por acciones son los responsables de la gestión del dinero de terceras personas y no del suyo, por lo que no puede esperarse que lo hagan con la misma diligencia que lo harían sus propietarios... Descuido y despilfarro, por consiguiente, estarán presentes, en mayor o menor grado, en la administración de tales empresas». Como en tantos problemas a los que se les quiere dar relevancia y actualidad, es ilustrativo citar a los clásicos. Corrían los últimos años treinta cuando un gestor de un fondo de pensiones conocido, John Maynard Keynes, se mostraba renuente a dar información a los partícipes de su fondo sobre sus políticas de inversión, con el argumento de que no tenían formación suficiente para poder entender sus explicaciones. Básicamente, las inversiones en divisas y derivados hicieron que

el fondo, gestionado tan sabiamente, quebrara y sus ignorantes inversores perderían sus ahorros y no ganarían explicación alguna. Valgan estas dos maneras de pensar y actuar como ejemplos pasados de aspectos del gobierno de la empresa, en particular de uno de sus elementos clave: la relación entre los accionistas o propietarios y los gestores.

Una gran parte de la literatura sobre gobierno de la empresa se ha centrado en los problemas contractuales que surgen entre los accionistas que facilitan los recursos y los gestores que se encargan de la gestión de estos recursos. La separación entre propiedad y gestión facilita que accionistas y gestores asuman las funciones que mejor encajan con sus preferencias y en las que mejor pueden desarrollar sus capacidades profesionales. Sin embargo, esta especialización acarrea el riesgo de que los gestores utilicen los recursos disponibles en su beneficio y no en el de sus propietarios, situación no siempre bien definida en la práctica, ya que con frecuencia es difícil separar el riesgo que siempre conlleva toda decisión empresarial del riesgo que se asume al tomar decisiones no necesariamente alineadas con el interés de los inversores. Es éste el denominado problema de agencia (Jensen y Meckling, 1976).

Parece imprescindible, aunque entrañe algún riesgo de divagaciones teóricas, revisar muy someramente algunas ideas sobre las teorías tradicionales de la empresa, empezando por la teoría neoclásica, que es la que se estudia en los manuales elementales de economía, aunque sólo sea para resaltar que si todas las hipótesis que exige se cumplieran en el mundo real, el gobierno de la empresa sería de una simplicidad extrema, y en nada se parecería a lo que hoy entendemos por tal.

TEORÍA NEOCLÁSICA

Es la teoría primera y más asentada en la literatura. La empresa produce un conjunto de *outputs* a partir de diferentes combinaciones de determinados *inputs*. Todos los agentes disponen de información perfecta, es decir, conocen los planes de producción y de consumo, y los precios en todos los mercados. Además la información se distribuye de manera simétrica, es decir, todas las partes disponen de los mismos datos. Bajo estos supuestos, la función de los ejecutivos consiste en maximizar el beneficio o el valor de mercado de la empresa por medio de la elección de los planes de producción óptimos.

Sucede, sin embargo, que la realidad se aleja de esta situación. De tal forma que los oferentes y demandantes poseen información asimétrica, que existen

diferencias entre costes de producción y costes de oportunidad al existir determinadas inversiones, y que se está en presencia de racionalidad limitada, entendiéndose por tal que adquirir información tiene un coste, y ello conduce a acuerdos realizados en ausencia de información completa. De hecho, es esta situación de contratos incompletos la que hace relevante la estructura de gobierno en la empresa, por ser ella la que conduce a la toma de decisiones que afectan a situaciones no contempladas en el contrato.

Las garantías y salvaguardas que proporciona el mercado se concretan ejercitando la opción de salida, ya que la protección de los intereses de los agentes que participan en la acción colectiva está fundada en la hipótesis de poder sustituir, sin restricción alguna, entre los compradores y entre los vendedores.

Cuando la opción de salida no se puede ejercer, es necesario recurrir al segundo instrumento de protección, que es la voz. Indudablemente es difícil especificar el ejercicio de la voz entre los muchos participantes en una acción colectiva como es la empresa. La expresión no debe entenderse en su literalidad, sino como la distribución de poder entre los participantes de la acción colectiva. La teoría neoclásica no tiene en cuenta la idea de poder, ya que en ella la opción de salida proporciona protección suficiente.

TEORÍA DE AGENCIA Y COSTES DE TRANSACCIÓN

La teoría de agencia identifica la relación de agencia que existe entre una parte, el principal o colectivo de mandantes, y otra, el agente o mandatario, en la que aquélla delega una actividad determinada. La relación de agencia, como hemos señalado, puede generar una serie de problemas relacionados con el oportunismo y comportamiento egoísta del agente. Así, el agente puede no actuar en la mejor defensa de los intereses del principal, y cuando lo hace, realizarlo total o parcialmente. Este tipo de actuaciones puede tener distintas justificaciones. Por ejemplo, que el agente tome decisiones dirigidas a mejorar su situación económica o profesional, o bien que no asuma determinados riesgos empresariales que beneficiarían al principal, como consecuencia de no creerlos razonables, ya que él y el principal pueden tener distintas actitudes frente al riesgo. Existe también el problema de información asimétrica, entendiéndose por tal el hecho de que el principal y el agente tienen acceso a diferentes tipos y niveles de información; en la práctica esto se traduce en que el agente tiene más y mejor información que el principal. De hecho, el agente tiene incentivos para no revelar la información de la que dispone, y si lo hace, para realizarlo parcialmente y no a su debido tiempo. Alinear los intereses de

los ejecutivos con el de los accionistas se puede conseguir, teóricamente, con contratos que incorporen incentivos variables vinculados directamente con el valor de la empresa. Sin embargo, la situación en la que los ingresos de los ejecutivos sean muy sensibles a la variación de los beneficios puede no ser la adecuada para aquellos con cierta aversión al riesgo. Fórmulas alternativas como las opciones sobre acciones, *stock options*, han dado lugar, cuando no se han diseñado y contabilizado adecuadamente, a incentivos perversos.

En la definición amplia de gobierno de la empresa podría definirse una relación de agencia múltiple que se establecería entre el agente, o equipo directivo, y los diversos principales a los que debe atender, *stakeholders*, es decir, todos aquellos interesados en la marcha de la empresa. Los dos elementos que hacen relevante el análisis del gobierno de la empresa son la existencia, en la práctica, de contratos incompletos y el problema de agencia.

La teoría de agencia contempla los mecanismos de gobierno, especialmente el Consejo de Administración, como instrumentos que tienden a minimizar los problemas que surgen en la relación entre el principal y el agente. Los ejecutivos son los agentes de los accionistas, que son los principales, y su trabajo requiere un conjunto de elementos que analicen y equilibren su actividad con el propósito de que no abusen de su poder de decisión. Los costes en los que se incurre, tanto aquellos originados en un comportamiento no adecuado de los ejecutivos como los derivados de su proceso de supervisión y control, se llaman costes de agencia. La relación entre los ejecutivos y los accionistas es la situación más citada de relación de agencia en el gobierno de la empresa, pero existen otras entre los distintos protagonistas de la actividad empresarial, como son la relación de la empresa con sus acreedores o la relación entre empleadores y empleados.

A medida que los países se han desarrollado e industrializado, la propiedad y la gestión han tendido a separarse. Esta situación es especialmente relevante en el mundo anglosajón, cuyos sistemas legales han prestado especial atención a la protección de los intereses de los accionistas minoritarios propiciando, por tanto, estructuras de propiedad más diversificadas. En contraposición, en países con sistemas legales en los que la protección de los accionistas minoritarios no es tan efectiva, están generalizadas las estructuras de propiedad más concentradas. En estos países la mayor codificación suele, paradójicamente, ir acompañada de menor protección. A la estructura de propiedad haré referencia, brevemente, más tarde.

En los últimos años ha habido una tendencia a sugerir a los accionistas, y especialmente a los accionistas institucionales, aquellos que tienen acciones en

nombre de terceros tales como las compañías de seguros y los fondos de inversión y de pensiones, el desarrollo de actividades más en su condición de propietarios que en su condición de inversores. Todo ello ha sido alentado por las irregularidades conocidas, de excesos y abusos, que han conducido no sólo a la pérdida de ahorros, sino también, en algunos casos, a la desaparición de los fondos de pensiones de los empleados.

Bajo la perspectiva de costes de transacción, tal y como se pone de manifiesto en los trabajos pioneros de Williamson (1975, 1986), se considera la empresa como una estructura de gobierno, y la unidad de análisis es la transacción individual que subyace en los acuerdos contractuales entre las partes, mientras que bajo la perspectiva de agencia es un conjunto de contratos, conectados entre sí, realizados entre los interesados, y que surgen como consecuencia de la imposibilidad de definir un contrato que acople perfectamente los intereses del principal y del agente en todas las situaciones.

Fue Coase (1937) el primero que analizó la existencia de la empresa en un contexto de comparar la eficiencia de contratos internos y contratos externos. Como consecuencia, la empresa crece hasta la situación en la que es menor el coste de realizar las transacciones externamente. A partir del trabajo pionero de Coase la empresa se entiende como uno de los mecanismos que complementan la función de los mercados, teniendo con ellos la función de acumulación y asignación de recursos.

El conflicto de intereses entre los accionistas y los responsables ejecutivos, así como la imposibilidad de redactar contratos completos para resolverlo en todas las situaciones posibles, conduce a arbitrar mecanismos para controlar la discrecionalidad de los ejecutivos, dada la relevancia de sus decisiones en la asignación de recursos. Varios son los mecanismos que se utilizan para este propósito. Estos mecanismos son: el Consejo de Administración, la Junta de Accionistas, los accionistas significativos, el mercado de control, la estructura financiera y la competencia en los mercados.

SOBRE LA ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

Las diferencias en los patrones de propiedad y de gobierno de las empresas en los distintos países son muy notables, y ello a pesar del proceso de globalización que conduce a que empresas de países distintos se establezcan y se disputen mercados a escala mundial. La comparación pone de manifiesto que son

mayores las diferencias entre empresas originarias de áreas geográficas y políticas distintas que entre empresas dentro de una misma área, aunque estén en sectores de actividad distintos. Es inmediato observar que el entorno institucional en el que desarrolla su actividad la empresa es determinante en la definición de su sistema de gobierno.

Cuando los derechos de propiedad están muy distribuidos entre pequeños accionistas, éstos tienen pocos incentivos para supervisar a la dirección influyendo en el Consejo de Administración a través de la Junta General de Accionistas. El pequeño accionista está convencido que su actuación y comportamiento personal va a influir muy poco en la marcha de la empresa, y que de hacerlo se beneficiaría mínimamente de su esfuerzo. Estamos frente a la situación típica de pasajero sin billete. Parece entonces que la solución pasaría por una estructura de propiedad más concentrada que condujera a uno o varios accionistas importantes. Entre otros inconvenientes, esta situación no tiene los beneficios derivados de la diversificación en la cartera de inversiones, y aunque en tales situaciones los problemas de agencia se alivian, no se resuelven totalmente, y ello por varias razones. Si el accionista tiene menos del 100 por 100, la supervisión puede ser menos eficiente de lo que debiera, ya que no recibe el 100 por 100 de los beneficios. Además, el accionista o los accionistas principales pueden utilizar su poder en beneficio propio y en detrimento de una mejor gestión de la empresa, que es la que beneficiaría a los accionistas minoritarios. Finalmente, si, como sucede frecuentemente en la práctica, el accionista relevante es institucional (por ejemplo, un fondo de pensiones o de inversión, o un banco), los accionistas de estas instituciones pueden tener intereses distintos del representante de la institución en el Consejo, lo que introduce de nuevo otro problema de agencia entre el principal (los accionistas últimos) y el agente (el representante de la institución en el consejo).

En términos generales, puede decirse que la estructura de propiedad en los países anglosajones, con EE. UU. a la cabeza, es una estructura dispersa tanto en lo que se refiere a fondos propios como a los niveles de deuda, operando en un mercado financiero muy líquido en el que los inversores están guiados por criterios de optimización de su cartera de títulos. Por el contrario, en los países de la UE la estructura de propiedad está más concentrada y los mercados son menos líquidos. En este esquema, los inversores suelen asumir un papel más activo en su compromiso a largo plazo con la empresa, aun a costa de sacrificar oportunidades de diversificación y de optimización de su cartera de inversión.

Indudablemente, cuanto más concentrada está la propiedad, menor es el papel de la Junta de Accionistas y del Consejo de Administración. Pero, por otra

parte, la elevada concentración en la propiedad fomenta la estabilidad, y la presencia de accionistas relevantes facilita relaciones de confianza capaces de sostener contratos implícitos. En el caso de derechos de propiedad dispersos, el buen gobierno de la empresa debe preocuparse fundamentalmente de la protección de los intereses de los pequeños accionistas, y en la situación de accionistas relevantes, de la protección de los minoritarios.

Tal y como un reciente trabajo de Perold, recogido en *The Economist* (2003, 25-31 de octubre, pág. 21), pone de manifiesto, e independientemente del punto de vista que se adopte, la definición de la estructura de la propiedad de una sociedad cotizada en Bolsa no es una tarea fácil. Por ejemplo, tomando como referencia el *New York Stock Exchange*, el período medio de propiedad de las acciones negociadas era en 1960 de aproximadamente ocho años; quince años más tarde, en 1975, de cinco años; en el año 1985, de dos años, y en lo que va de siglo siempre ha sido inferior a un año. Si estos son los datos, no es fácil identificar las estrategias empresariales que conducen a maximizar el valor de las inversiones que los accionistas, es decir, los propietarios, tienen en las empresas cotizadas. En todo caso, hay que resaltar que una gran mayoría de los accionistas propietarios lo son con el propósito de invertir y no con el de controlar a los gestores de la sociedad. Pero ¿qué sentido tiene para propietarios así caracterizados distinguir entre decisiones a corto, medio y largo plazo? y ¿tienen razones de peso los críticos, entre los que yo me encuentro, de las decisiones que buscan resultados solamente en el corto plazo?

A la situación anterior hay que añadir que, aunque una gran parte de los accionistas son personas físicas, más de la mitad no saben las acciones de las que son propietarios, ya que las poseen a través de fondos de inversión o fondos de pensiones. Estos inversores institucionales, como ya he señalado, se encuentran a menudo inmersos en situaciones de conflictos de intereses.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En los países anglosajones y en parte de los países de la UE el Consejo de Administración es unitario, y en Austria, Alemania, Holanda y Dinamarca tiene un carácter dual y está estructurado en dos niveles, uno encargado de la labor de supervisión y el otro responsable de la gestión ordinaria de la empresa. En el Consejo de Supervisión, además de los accionistas, están representados los trabajadores. En el consejo dual los miembros de uno no pueden pertenecer a otro, con lo que se intenta asegurar una clara diferencia entre la actividad de supervisión y con-

trol y la actividad de gestión. El Consejo de Supervisión nombra a los miembros del Consejo de Gestión. Intentar conseguir con la estructura unitaria alguna de las características deseables de la estructura dual es lo que justifica la tendencia actual de proponer que en el modelo unitario la figura de la presidencia del Consejo no coincida con la del primer ejecutivo.

En la mayor parte de las empresas los consejos tienen comisiones, entre las que cabe destacar la comisión ejecutiva, la comisión de auditoría y cumplimiento, y la comisión de nombramientos y retribuciones. Las últimas normas sobre gobierno de las empresas dedican especial atención a las funciones de estas comisiones. En particular, se propone dotar de altos niveles de independencia y capacidad de decisión a la comisión de auditoría y cumplimiento, en el marco de normas contables menos prolijas y más centradas en principios, con el propósito de evitar actuaciones que, aunque formalmente sean aceptables, no reflejen la verdadera situación de la empresa.

El Consejo de Administración está formado por un conjunto de personas elegidas, en teoría, por los accionistas, para que en su nombre supervisen y controlen al equipo directivo. Así planteada, la función del Consejo es muy importante, pero en la práctica se le presentan dificultades no menores. Los incentivos que tienen los consejeros para desarrollar su función hacen que con frecuencia no sean especialmente diligentes para llevarla a cabo. En primer lugar, porque si su participación financiera directa no es relevante, la repercusión en sus intereses de los mejores resultados de la empresa no será significativa, situación que se agudiza al unirse a un coste de oportunidad elevado como consecuencia de ser personas ocupadas y relevantes profesionalmente. En segundo lugar, porque con frecuencia los consejeros deben en gran medida su nombramiento al primer o primeros ejecutivos, dependiendo también de ellos su continuidad en sus puestos. Esta situación de «gratitud» a los ejecutivos, normalmente al presidente ejecutivo, dificilmente propicia una supervisión efectiva.

Cuando se producen crisis de gobierno, generalmente con repercusiones negativas para los accionistas, suelen tener sus causas más directamente identificables en el mal funcionamiento del Consejo de Administración. Como consecuencia, el trabajo del Consejo de Administración ha sido la preocupación principal de los informes de gobierno corporativo aprobados en los últimos años en países como España, Francia, Alemania, Holanda, Italia, Gran Bretaña y EE. UU., entre otros muchos. Algunas de las soluciones propuestas abordan el problema de una manera no correcta, ya que con frecuencia tienden al exceso de regulación. Son muchos y de diversa índole los conflictos de interés que surgen en la empresa, e intentar

regularlos todos es una vana aspiración. No debemos olvidar que la esencia del gobierno de la empresa tiene su origen en los contratos incompletos y en la relevancia de quienes tienen asignados los derechos residuales de decisión dentro del equipo directivo.

Como ocurre en otros ámbitos, la adopción formal y voluntaria de códigos de gobierno de las empresas no es condición suficiente para su buen gobierno. Su implantación efectiva no está relacionada, con frecuencia, con su implantación formal, de tal manera que los accionistas y los *stakeholders* ignoran el grado de implantación efectiva del código, y desde luego los mercados no están en condiciones de valorar las prácticas de buen gobierno. Se da la paradoja de que, a menudo, los casos de mayor exigencia formal están inversamente relacionados con los niveles de exigencia efectiva. El criterio fundamental en esta materia debe ser el de la transparencia respecto a la implantación efectiva del código, a su nivel de cumplimiento y, en su caso, al régimen de sanciones aplicable.

La transparencia tiene que ser el primer principio de actuación del Consejo como elemento fundamental para generar confianza, ya que ésta resulta imprescindible para asegurar la viabilidad de cualquier organización a largo plazo. Una detenida lectura del informe Higgs, en Gran Bretaña, que dio origen más tarde al llamado código combinado, del informe Cromme de Alemania, del informe Bouton de Francia, del Tabaksblat de Holanda, del informe Preda de Italia y, en fin, del informe Aldama de España lleva a la conclusión de que las recomendaciones varían de un país a otro, pero que la transparencia ocupa uno de los primeros lugares en todos ellos. De una u otra forma, todos entraron en vigor en el año 2004; parecería que éste es el año en el que los consejos de administración han empezado a vivir virtuosamente. Algunos pensamos que gran parte de este movimiento ha sido alentado no sólo por los recientes y conocidos escándalos, sino también por la recesión económica y su negativo impacto en los mercados de valores. Mercados a la baja tienden a hacer inversores más exigentes, y es conveniente no confundir los comportamientos de los mercados con el buen o mal gobierno de la empresa. Desafortunadamente, la exigencia de mayor rigor en el gobierno de las empresas suele coincidir con períodos económicos depresivos, rigor que se atenúa en los períodos expansivos. Es fácil entender que la situación deseable sería la inversa, ya que las fases de bonanza permiten un mayor rigor y prudencia en el tratamiento contable de determinadas situaciones, con el propósito de anticipar situaciones futuras no tan favorables.

Varias son las exigencias y definiciones que los textos legales establecen, pero la transparencia debe incorporar aquella cualidad de la información que refle-

je una imagen fiel (*true and fair view* en inglés) por la cual el mercado pueda conocer en cualquier momento, de modo razonable, la situación financiera de la empresa, así como la evolución de las variables clave que caracterizan su funcionamiento, junto con las circunstancias internas o externas que manifiesten la existencia de conflictos de interés en el Consejo de Administración.

La expresión «imagen fiel» se incorporó a la legislación británica en 1948, pero ni entonces ni posteriormente legislación mercantil alguna ha ofrecido una definición de esta expresión, y con frecuencia se ha dejado a los tribunales la decisión sobre su significado legal en situaciones concretas. Algunos autores, entre los que se encuentran Lee (1986) y Cowan (1965), tratan de definir el concepto de *true and fair view* en relación con sus dos componentes individuales, otros sugieren que los términos *true* y *fair* juntos significan más que por separado. Una de las definiciones más convincentes es la propuesta por Lee (1986) en estos términos: «es una presentación de las cuentas, llevada a cabo de acuerdo con los principios contables generalmente aceptados, de forma que reflejen, dentro de los límites de la práctica contable actual, una imagen libre de sesgos intencionados, distorsiones, manipulación, encubrimiento u ocultación de hechos. Dicho de otro modo, deberá tenerse en cuenta el espíritu de la ley y, como consecuencia, el contenido ha de prevalecer sobre la forma». Algunos autores entienden que *true* significa texto de la ley, la forma en la definición anterior, y *fair* el espíritu de la ley. Para interpretar los términos por separado, suele utilizarse el ejemplo dado en Cowan (1965). Un capitán de barco se dio cuenta de que el contraalmirante bebía mucho y cierto día escribió en el diario de abordo: «hoy el contraalmirante estaba borracho», lo que era al mismo tiempo verdad (*true*) y justo (*fair*). El contraalmirante estaba de guardia el día siguiente, y como se encontraba molesto por la referencia anterior, escribió en el diario de abordo lo siguiente: «hoy el capitán estaba sereno». Esto último era verdad (*true*) pero implicaba, al ser resaltado, que esta situación del capitán era un hecho poco frecuente, y, por lo tanto, no era razonable o justo (*fair*).

En los países anglosajones, el principio de imagen fiel prevalece claramente por encima de los demás principios contables. A modo de ejemplo, se puede citar que los inmuebles se valoran a precio de mercado y no se amortizan, a menos de que se produzca un desgaste real, de tal manera que su valor se aproxima más a la realidad que lo que permite la contabilización de acuerdo con el valor de adquisición. De hecho fue la incorporación del Reino Unido a la Comunidad Europea la que indujo a incorporar en las correspondientes directivas comunitarias la idea de que una información contable fiable debe prevalecer sobre la norma estrictamente contable.

La búsqueda de razonabilidad es un instrumento determinante para proceder en contra de la llamada contabilidad creativa. No es un tema menor el insistir en estos aspectos, ya que las normas contables tienen márgenes muy altos que permiten la contabilidad creativa. Por ejemplo, y como diversos autores han puesto de manifiesto, en la normativa contable española existen actualmente más de cincuenta tipos de operaciones que se pueden reflejar contablemente de formas diferentes según el criterio que se escoja o las estimaciones que se realicen. Esta ambigüedad no se resuelve con las NIC (Normas Internacionales de Contabilidad) que serán obligatorias en la UE a partir del 2005 para las empresas que cotizan en Bolsa, y a partir del 2007 para todas las demás. Las NIC ofrecen aún más posibilidades de tratamientos alternativos, aproximadamente 120, pudiéndose aumentar con ello significativamente los maquillajes legales. En este contexto, es clara la importancia de la idea de imagen fiel frente a la de prolijas reglas contables que suelen propiciar la búsqueda de lagunas legales y las prácticas de contabilidad creativa.

SOBRE LA INDEPENDENCIA Y COMPETENCIA PROFESIONAL DE LOS CONSEJEROS

Un denominador común en las recientes propuestas de reforma de los consejos de administración, tendentes a mejorar el gobierno de la empresa, es la inclusión de un determinado porcentaje de independientes. Sin lugar a dudas, es ésta una medida razonable, que conducirá a que el Consejo tenga independencia no sólo respecto a acontecimientos externos, sino también respecto a propuestas de carácter interno procedentes del equipo directivo, y en particular del primer ejecutivo. Varios son los criterios que se han dado para definir la condición de consejero independiente; entre los más utilizados están el que la remuneración como consejero no sea una parte sustancial de sus ingresos totales, que no hayan sido empleados o auditores, que no exista una relación profesional, de amistad o de parentesco y, en fin, que hayan sido elegidos por un sistema transparente y preestablecido liderado por la comisión de retribuciones y nombramientos. En todo caso, hay que reconocer que la condición de independencia es una cualidad de difícil especificación, ya que siempre se espera de cualquier buen profesional. Probablemente, una medida válida de independencia consiste en saber si un consejero es capaz de decir «no» o «sí» cuando así se lo indiquen sus conocimientos, su experiencia y su conciencia. Es éste, sin embargo, un criterio de posible aplicación a posteriori, pero no a priori, es decir, antes de llevar a cabo el nombramiento.

Aunque no ha sido mi propósito hacer hasta ahora referencias concretas, posiblemente sea ilustrativo hacerlas en este asunto. Tres son los tipos de conseje-

ros de acuerdo con la definición del Informe Olivencia. Los dominicales, «que son los titulares o representantes de paquetes accionariales con capacidad de influir en el control de la sociedad». Los independientes, «que son aquellos que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los accionistas que pueden influir en éste». Los llamados consejeros independientes forman parte del Consejo en razón a su alta cualificación profesional, y su función principal consiste en representar y hacer valer en el Consejo, de forma ecuaníme, los intereses de todos los accionistas. El informe Aldama añade una nueva categoría: otros, que son normalmente ejecutivos de la compañía. Ésta es también, la clasificación que considera el informe «Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración» correspondiente al año 2003 para España. Este índice se ha elaborado sobre la base de 78 respuestas que representan un 88 por 100 sobre un total de 89 empresas cotizadas en la Bolsa española. Veamos qué dice la encuesta sobre el grado de independencia de los consejeros independientes. El 38 por 100 fueron propuestos por el presidente y el 43 por 100 por los accionistas dominicales. Es decir, más del 80 por 100 de los llamados consejeros independientes no tienen ese origen; el 20 por 100 restante han sido nombrados por una comisión de nombramientos sobre cuya formación mucho tiene que ver la opinión de los consejeros ejecutivos. En esta misma encuesta, el 33 por 100 de los consejeros reconoce no tener los conocimientos necesarios para desempeñar su función, y en particular los relativos al sector al que pertenece la empresa. Otra encuesta, llevada a cabo en un estudio del IESE por el profesor Rafael Fraguas, conduce en líneas generales a la misma conclusión. Si además tenemos en cuenta el sesgo de los resultados de la encuesta, derivado de las empresas que no contestan y de la matizada sinceridad de las contestaciones en encuestas de este tipo, podemos afirmar que las cifras anteriores están infravaloradas. Ciertamente, no es éste un panorama alentador por mucho que se le superpongan códigos de buen gobierno.

Así las cosas, envueltos en estas equívocas denominaciones de los consejeros, estamos en una situación parecida al país de Humpty Dumpty de Lewis Carroll (1973); recordemos: «Cuando yo uso una palabra —insistió Humpty Dumpty con un tono de voz más bien desdeñoso— quiere decir lo que yo quiero que diga..., ni más ni menos. La cuestión —insistió Alicia— es si se puede hacer que las palabras signifiquen tantas cosas diferentes. La cuestión —zanjó Humpty Dumpty— es saber quién es el que manda..., eso es todo».

La situación descrita, generalizable en menor medida a otros países, entraña dificultades a la hora de abordar el gobierno de la empresa desde los supuestos teóricos desde los que normalmente se hace. Así, por ejemplo, la teoría de agencia supone que es el principal el que mandata al agente, y no, como sucede

en la realidad, que es el agente, el ejecutivo de la empresa, el que tiene algo que decir sobre el principal. En términos de una analogía política, esto equivaldría a la situación en la que el gobernante, el agente en este caso, tuviera algo que decir sobre el colectivo que lo elige.

Los nuevos códigos de gobierno corporativo tienden a propiciar situaciones en las que «el primer ejecutivo debe poner en riesgo parte de su poder», fundamentalmente con la incorporación de consejeros independientes. Siendo ello deseable, es obvio que puede conducir a la formación de centros de poder al margen del primer ejecutivo, con lo que esta situación conlleva de riesgo de falta de eficacia en la dirección efectiva de la empresa. Con todo lo deseable que es la incorporación de consejeros independientes, y después de los múltiples debates sobre los sistemas de control y equilibrio de poderes en la empresa, es difícil pensar, en mi opinión, en un paradigma distinto al del primer y único ejecutivo con claras condiciones de liderazgo. Este modelo, con todos sus inconvenientes, será el que siga prevaleciendo, concediendo, eso sí, un papel cada vez mayor al control de los accionistas relevantes e inversores institucionales, y a la protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Pero, por otra parte, también hay que señalar que el primer ejecutivo que sienta la presencia de consejeros realmente independientes como una innecesaria restricción a su autoridad y a su capacidad de decisión, o como una amenaza a su permanencia en el puesto, estará hurtando a los accionistas en particular, y a los demás agentes que aportan recursos a la empresa, los instrumentos necesarios de control y la obligada transparencia a los que debe estar condicionada su actividad.

CONCLUSIONES

Existen dos aproximaciones distintas al gobierno de la empresa la financiera y la estratégica. La primera considera el gobierno de la empresa como un estricto problema de agencia entre directivos e inversores financieros. La segunda, como señala Prahalad (1994), debe considerarlo como un mecanismo de creación de riqueza mediante el cual los responsables ejecutivos deben equilibrar de forma consistente las demandas de todos los implicados en la marcha de la empresa y estar sometidos a las disciplinas de cuatro mercados distintos: mercado de productos (clientes), mercado de trabajo (capital humano especializado), mercado de tecnología (proveedores) y mercado de capitales (inversores). La creación de riqueza para los accionistas dependerá de la capacidad de los directivos para gestionar la empresa en este entorno; el éxito en uno de estos mercados no es suficiente para asegurar una gestión adecuada.

En la última década han aparecido, sólo en los países de la UE, más de cuarenta códigos de gobierno de la empresa, a los que se han unido muchas decenas de normas legales que los recogen y desarrollan total o parcialmente. Así en España se puede hablar del Informe Olivencia (1998), la Ley Financiera (1992), el Informe Aldama (2003), la Ley de Transparencia (2003), y varias normas legales de desarrollo. En esta situación de exuberancia de reglas, cabe recordar a Douglas North (1990) y su caracterización de las instituciones por tres de sus dimensiones. En primer lugar, la dimensión formal, en la que se encuentran el conjunto de normas legales y las organizaciones políticas y económicas. En segundo lugar, la dimensión informal, representada por los sistemas de valores que condicionan el comportamiento de los ciudadanos. En tercer lugar, los mecanismos que garantizan el cumplimiento de las normas y contratos.

Existe en materia de códigos de buen gobierno de la empresa, como en tantas otras, el riesgo de exceso de regulación formal, mientras que los comportamientos informales se mueven en otra dirección, de tal manera que la implantación efectiva de los códigos es de muy difícil valoración, y los mecanismos que obligan a su cumplimiento, de dudosa operatividad.

Se ha comprobado que existe una estrecha relación entre la estructura de propiedad de las empresas y los sistemas de gobierno de los distintos países con sus sistemas legales. No parece razonable proponer códigos de gobierno sin tener en cuenta la realidad concreta a la que van a ser aplicados; en particular, como es el caso de España, trasladar sin precaución alguna códigos y experiencias anglosajonas a un entorno caracterizado por un sistema legal distinto, de origen francófono.

REFERENCIAS

CARROLL, L. (1973), *Alicia a través del Espejo*, Madrid, Alianza Editorial.

COASE, R. (1937), «The nature of the firm», *Economica*, vol. 4, págs. 386-405, reimpreso en O. E. WILLIAMSON y S. Winter (eds.), 1991, *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, Development*, Nueva York, Oxford University Press, págs. 18-33.

COWAN, T. K. (1965), «Are truth and fairness generally acceptable?», *Accounting Review*, vol. 40, págs. 788-794.

JENSEN, M. C., y W. H. MECKLING (1976), «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, págs. 305-360.

- LEE, G. A. (1986), *Modern Financial Accounting*, Berkshire (UK), Van Nostrand Reinhold.
- OCDE (1999), *OCDE Principles of Corporate Governance*, París, OCDE.
- (2004), *OCDE Principles of Corporate Governance*, draft revised text, enero 2004, París, OCDE.
- PRAHALAD, C. K. (1994), «Corporate governance or corporate value added? Rethinking the primacy of shareholder value», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, págs. 40-50.
- NORTH, D. C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press.
- SHLEIFER A., y R. W. VISHNY (1997), «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 737-783.
- WILLIAMSON, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies*, Nueva York, The Free Press.
- (1986), *Economic Organization*, Nueva York, New York University Press.
- ZINGALES, L. (1998), «Corporate governance», en *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, P. Newman (ed.), Nueva York, Macmillan.