



Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho

Abogado

¿Conoce los intereses de su CEO, señor accionista argentino?: propuestas de medidas para reducir los costos de agencia en gobiernos corporativos argentinos

Autor: Franco M. Angelotti

Legajo: 23010

Mentor: Javier Agranati

Victoria, 22 de julio de 2016

A mis padres

por el apoyo incondicional y la dedicación incommensurable.

A la Universidad de San Andrés

por permitirme formarme en ella y darme las herramientas

para ejercer la profesión.

A Javier Agranati

por su rol como mentor del presente trabajo.

*A aquellos familiares y amigos presentes
entre nosotros o en otro lugar que me marcaron a lo largo de casi
un cuarto de siglo y contribuyeron a que hoy sea quien soy.*

Universidad de
San Andrés

I. Introducción

Desde el surgimiento del modelo de gran corporación de fines del siglo XIX y principios del siglo pasado los directores de empresas, entre los que se encuentran los CEO¹ o gerentes generales²,-particularmente las sociedades anónimas abiertas, es decir compañías que cotizan en bolsa- son quienes se encargan del desenvolvimiento y la administración general de la corporación en la que se encuentran-se trata del cargo individual con más peso de toda la firma- . Para ello, a través de la designación realizada por el directorio-sus integrantes a su vez son electos por la asamblea de accionistas o por el consejo de vigilancia según el caso³-el gerente general⁴ queda habilitado para comandar la sociedad en cuestión, con lo que la asignación y manejo discrecional de recursos implica. Si bien en las legislaciones argentina, estadounidense y de otros países desarrollados-sitios estos dos últimos de donde se expondrán casos de abusos de poder de gerentes generales con complicidad de otros directores en algunos supuestos-la contracara de la capacidad de maniobra de los CEO es un régimen de responsabilidad no laxo para los actos efectuados por el gerente general en el ejercicio de su función, en ocasiones no se logra disuadir a estas importantes autoridades de exhibir conductas que redundan en una ganancia personal en detrimento de la *performance* económica de la compañía, hecho que por carácter transitivo vulnera a los accionistas de ésta. Son necesarios, por ende, no solo los mecanismos establecidos por las normas acerca de la responsabilidad de los CEO sino también otros complementarios para prevenir y, cuando esto no es posible, morigerar los perjuicios que pueden ser causados por un gerente general y su poder de decisión usado exclusivamente para mejorar su situación pecuniaria en detrimento del patrimonio de los accionistas que sustentan a la compañía de la que se trate. Precisamente la situación y la requerida reacción a ella esbozadas anteriormente son el *quid* del tópico de los costos de agencia en gobiernos corporativos donde se halla la figura del CEO, temática que será analizada en este escrito. El tipo de sociedad del que se parte

¹ Del inglés *Chief in Executive Operation*, denominación originaria de los Estados Unidos.

² Gerente general entendido en los términos del artículo 270 de la ley 19.550 o Ley de Sociedades Comerciales (LSC).

³ Ver art. 255 de la LSC.

⁴ En Argentina en algunas empresas que cotizan en la bolsa local tales como Edenor la misma persona ocupa los cargos de gerente general o CEO y Presidente.

para el análisis es una sociedad anónima abierta con gerente general donde no hay participación mayoritaria estatal.

El fin de este estudio será el brindar propuestas de medidas para que el ámbito empresarial argentino ligado a la clase de sociedad estudiada, en primer lugar, y las autoridades gubernamentales, en un segundo plano, tomen para reducir los susodichos costos de agencia generados por los gerentes generales en los gobiernos de esas compañías.

Con respecto a la estructura del escrito de graduación en cuestión habrán cinco secciones: una primera donde se definirán los términos “costo de agencia” y “gobierno corporativo”, una segunda en la que se mencionarán normas nacionales y foráneas relacionadas al tema de gobierno corporativo, una tercera parte dedicada a los costos de agencia en sus distintas versiones y presentaciones-abarca tres capítulos-, una cuarta donde estarán las propuestas de medidas y una quinta y última sección compuesta por la conclusión.

A. **Definiciones**

Previamente se expuso el objetivo de este trabajo de graduación mas no es conveniente proseguir con el examen del tópico sin antes definir algunos de los términos de capital importancia que lo constituyen.

En primer lugar se encuentra la noción de “costos de agencia”. Se trata de un vocablo vinculado al concepto teórico de relación de agencia acuñado en el área de estudio de la economía. Por consiguiente corresponde definir antes qué se entiende por un vínculo de agencia para luego explicar los costos involucrados en esa clase de lazo.

El término relación de agencia alude al vínculo que dos actores individuales o colectivos entablan en la que por un lado se halla el principal, figura que cumple el rol de solicitar a la otra parte-el agente-que lleve a cabo determinada acción o conjunto de actos para lo que, en el ámbito de las empresas abiertas, brinda la consiguiente autorización y las herramientas a fines

de que el agente logre cumplir el pedido u orden; por el otro lado se encuentra justamente el agente, actor al que se le encomienda la realización de una o más tareas y quien usualmente es el único e cuenta con la información necesaria para poder llevar a cabo aquello que se le encomienda hacer-es decir que existe una asimetría de información-. Una vez que se dio la explicación precedente, para definir “costo de agencia” es útil recurrir a lo que sostiene Conrado Javier Martinez: “En el mundo de las finanzas suelen definirse a los “costos de agencia” como la destrucción de valor que se produce a nivel empresa, a consecuencia de la falta de alineación entre los intereses de los accionistas/propietarios/principales de dicha empresa como tales y los de sus gerentes/agentes en su rol de administradores.” (Martinez, 2006:1). A esta última definición se le puede agregar la siguiente para tener una concepción aún más completa de lo que “costo de agencia” quiere decir: “(...) la estructura de capital de una empresa se establece por un conjunto de contratos caracterizados por mantener una relación de agencia, en la que el principal delega autoridad en la toma de decisiones a otra persona para que desempeñe un servicio a su nombre debido a que las dos partes tienen diferentes intereses y el agente tiene más información- el director no puede asegurar directamente que su agente siempre está actuando de la manera más productiva para la firma precisamente por eso-. Ambos pretenden maximizar su propia utilidad más allá de estar distanciados por la propiedad y el control; esto puede causar problemas de agencia que inciden sobre el valor de la empresa debido a que su solución conlleva a unos nuevos costos, conocidos como costos de agencia.” (Rivera Godoy, 2002: 49). Jensen y Meckling (1976), por otro lado, explican que los costos de agencia pueden verse como el resultado de sumar los costos de monitoreo del principal al agente, los costos de fidelidad por parte del agente y la pérdida residual⁵. Es decir que la noción de costo de agencia incluye tanto a la pérdida de valor producto de un accionar del agente cuyos intereses no vayan de la mano con los del principal-lo que pueden denominarse costos de agencia primarios- como a aquellos recursos destinados al establecimiento y

⁵ De acuerdo a Jensen y Meckling (1976) la pérdida residual es el resultado de la ineludible divergencia que hay entre las decisiones del agente y las decisiones que mayor bienestar generarían al principal. En cuanto a los costos de fidelidad por parte del agente, éstos se refieren a las restricciones a su capacidad de obtener ganancias derivadas del aceptar someterse al control de los principales.

mantenimiento de técnicas que permitan el monitoreo por parte del principal del desempeño del agente y a mecanismos que alineen los intereses de éste con los de aquél (establecer como parte de la remuneración del gerente general las *stock options*⁶ por ejemplo)- este último conjunto de costos de agencia puede conocerse como costos de agencia secundarios-.

Existen dos ítems que se presentan como cabos importantes en la caracterización de los costos de agencia en el párrafo anterior, novedosos hasta el momento en este análisis: el elemento de los intereses del principal y del agente y el concepto de propiedad y control de una empresa; son nociones sobre las que es de gran utilidad explayarse.

La primera idea, los intereses de la parte que ordena y los de quien debe cumplir en una relación de agencia, es un pilar harto importante en la aparición de los costos de agencia, lo que hace que la comprensión del concepto de intereses en este contexto habilite poder contar con una senda medianamente clara y efectiva para incidir sobre los costos de agencia y llevarlos a la baja. Cabe aclarar al respecto que ciertamente hay medidas más concretas y precisas que el simple tener en mente cuál es la relación entre los intereses del principal y el agente y los costos de agencia mas éstas actúan como un emergente del marco teórico del conocer dicha relación y sus implicancias, algo que se explicará seguidamente. El principal en una relación de agencia tiene un objetivo cuya concreción solo puede realizarse con la intervención del agente; el objetivo es un equivalente a los intereses del principal. Como en cualquier interacción económica entre dos o más personas veremos que el agente por su lado también posee sus intereses, esto es, metas pecuniarias a alcanzar que-he aquí el núcleo del vínculo entre intereses de los actores y costos de agencia-no siempre coinciden con los fines del principal. Si se considera que lo óptimo en términos de funcionamiento en una relación de agencia es que los intereses de los actores involucrados estén alineados puesto que una situación así ofrece sustanciales garantías de que la voluntad del principal se cumpla redundando ese logro en un beneficio también para el agente un escenario que se aparte del

⁶ Término en inglés que alude a un tipo de incentivo corporativo que se basa en dar la opción a directivos y otros miembros de la empresa de adquirir cierto número de acciones de la compañía a la que pertenecen a un precio fijo a lo largo de un determinado tiempo.

mencionado exhibirá rasgos desventajosos comparativamente. Lo anterior puede ser afirmado ya que al haber intereses disímiles-a menudo discrepantes-la persecución de los fines llevada a cabo por las dos partes toma una lógica adversarial propia de un juego de suma cero⁷, las mejoras de uno se obtienen a expensas del bienestar del otro y viceversa y desaparece la posibilidad de cooperar.

El segundo concepto se refiere a un atributo presente en las grandes compañías, especialmente las que cotizan en bolsa: la separación entre la propiedad y el control. La división aquí mencionada es la existente entre quienes son dueños de alguna fracción de la firma, esto es los accionistas, y el órgano encargado de la administración corporativa, es decir el directorio-el CEO emana del directorio y por ende está íntimamente ligado en lo que a la administración de la compañía se refiere-. El porqué de esa partición se vincula con la estructura de sustento financiero de carácter accionario propio de las sociedades abiertas. Sucede que las acciones, especialmente en los casos de empresas de importantes dimensiones, son un “título irrestricto” como lo definen Jensen y Fama, término que según ellos debe interpretarse “(...) en el sentido de que no se solicita a los accionistas que tengan rol alguno en la organización y que sus derechos a obtener dividendos son libremente alienables.”⁸(Jensen y Fama, 1983: 312). Y continúan argumentando lo siguiente: “Como resultado de la naturaleza irrestricta de los derechos a obtener dividendos [*residual claims* en el original] en las compañías abiertas se observa una cuasi completa especialización en las materias de administración de toma de decisiones y portación de riesgo de obtención de dividendos⁹. (...) puesto que las habilidades de decisión no son una consecuencia necesaria de riqueza o voluntad de portar riesgo, la especialización de la administración de toma de decisiones y la portación de riesgo de obtención de dividendos permitido por acciones irrestrictas de firmas abiertas potencia la adaptabilidad de una organización compleja a los cambios en el ambiente económico”¹⁰ (Jensen y Fama, 1983:

⁷ De acuerdo a la teoría de juegos no cooperativos juego de suma cero describe una situación en la que la ganancia o pérdida de un participante se equilibra con exactitud de forma inversa con las pérdidas o ganancias de los otros participantes.

⁸ El original se encuentra en inglés. La traducción es mía.

⁹ Esta portación es conocida en inglés como *residual risk bearing*.

¹⁰ Ver *supra* nota 8.

312). Al retomar lo expuesto en este párrafo se percibe que en una sociedad anónima abierta no solo existe sino que es conveniente la separación entre la propiedad repartida entre los accionistas y el control en tanto capacidad de tomar decisiones para el desempeño de la empresa ejercido por el directorio.

Luego de explicar el significado de uno de los dos vocablos fundamentales que integran el objetivo de este trabajo final, el de “costos de agencia” es hora de pasar a definir el otro concepto: “gobierno corporativo.” Por gobierno corporativo se entiende al “(...) conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño” (OCDE, 2004). Asimismo seguidamente hay una definición que complementa a aquella y que cabe destacar: “El gobierno corporativo es la aceptación, por parte de la administración, de los derechos inalienables de los accionistas en cuanto verdaderos propietarios de la empresa y de su propia función como depositaria en nombre de los accionistas. Implica asumir un compromiso con los valores, tener una conducta empresarial ética, y marcar una clara división entre los fondos personales y los de la empresa en la administración de la compañía”.(Comité sobre Gobierno Corporativo de la Junta de Valores y Bolsas de India, 2003) .

Ya definidas las nociones de “costo de agencia” y “gobierno corporativo” cabe aclarar que a lo largo del presente escrito el énfasis vinculado al factor de la alineación de intereses en tanto componente de la relación de agencia se pondrá en el lazo entre accionistas y el CEO; acerca de las medidas planteadas éstas partirán desde el parámetro enfatizado y desde el polo de los accionistas en la relación accionistas-gerente general. Puesto que de acuerdo a la Ley de Sociedades Comerciales entre los accionistas y el CEO se halla el directorio existen herramientas directas e indirectas para que los accionistas busquen minimizar los costos de agencia generados por los gerentes generales. Ambas clases de medidas serán tomadas en cuenta en este trabajo de graduación.

Hecha la aclaración se avanza hacia la sección entrante de este texto no sin antes traer a colación una cita del aclamado economista Adam Smith que

hace referencia al tópico abordado: “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 (...) En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad.” (Smith, 1987)

II. Plexo normativo nacional e internacional

A lo largo de este segundo capítulo se proveerá una parte significativa y actualizada del acervo normativo argentino y del exterior con respecto al tópico del gobierno corporativo.

A. Legislación local

El plexo normativo argentino vinculado al gobierno corporativo es moderadamente plural; la mayoría de dicho *corpus* legal surgió en los últimos 25 años, fenómeno que se percibió en otras latitudes a lo largo y ancho del mundo como consecuencia, en una considerable medida, del abordaje notablemente pionero del tópico efectuado en esa época por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)¹¹.

Dentro del listado de normas que abordan la cuestión del gobierno corporativo encontramos a la Ley de Sociedades Comerciales (Ley N° 19.550), el decreto 677/01 del Poder Ejecutivo Nacional y las resoluciones generales N°

¹¹ En los años 1999, 2004 y 2015 la OCDE publicó ediciones sucesivas de su obra Principios de Gobierno Corporativo, texto referencial a nivel global sobre la materia allí referida.

400/02, 401/02, 402/02 y 606/12 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) (Schuster, 2003).

B. Legislación extranjera

El derecho foráneo, especialmente si se pone el foco en los países desarrollados, brinda mayor legislación sobre gobierno corporativo tanto en cantidad como en calidad analítica. Como se señaló *supra*, el *boom* del estudio del tópico en cuestión desde la perspectiva legal se dio en el último cuarto de siglo.

El plexo normativo extranjero incluye, entre otras fuentes jurídicas, a los *Principios de gobierno corporativo*¹² ya introducidos anteriormente, a los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo de CAF-Banco de Desarrollo de América Latina, a los Principios para el Gobierno Corporativo en la Commonwealth de la CAGN (*Commonwealth Association for Corporate Governance*)¹³, a los Principios para el Gobierno Corporativo Global de ICGN (*International Corporate Governance Network*)¹⁴ y a los Códigos de Gobierno Societario de numerosos países con las principales economías del mundo¹⁵ (Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Rusia, China y Japón, por ejemplo).

III. Costos de agencia primarios

A los fines de contribuir a vislumbrar de manera óptima qué significan los costos de agencia primarios en los gobiernos corporativos y a no permanecer

¹² Ver *supra* nota 11.

¹³ Asociación de la Commonwealth para el Gobierno Corporativo.

¹⁴ ONG especializada en el tópico llamada Red Internacional de Gobierno Corporativo.

¹⁵ EE.UU no posee un Código de Gobierno Societario a nivel nacional o federal. En su lugar existe la *Model Business Corporation Act* y los Códigos de Gobierno Societario estatales. Puesto que Delaware es la jurisdicción estadounidense por excelencia de inscripción y domicilio oficial de las compañías abiertas en ese país se recurre al Código de Gobierno Societario de dicho estado.

con la concepción exclusivamente teórica de esa noción al comienzo de este capítulo se darán ejemplos de casos reales internacionales. Una vez que se los brinde en el próximo subcapítulo se los cotejará en conjunto y en base a ello se mostrarán las diferentes manifestaciones que toman los costos de agencia primarios en gobiernos corporativos-figuren en la casuística o no-, siempre con el acento colocado en el desempeño de los gerentes generales desde la óptica de los intereses de los accionistas.

A. Casuística

1. Estados Unidos

a. Enron

La compañía de energía Enron en la segunda mitad del 2001 fue blanco de las miradas de millones de personas dada su quiebra y disolución debido a una administración fraudulenta y a una auditoría notablemente deficiente, lo primero llevado a cabo en conjunto por el presidente Kenneth Lay, el CFO¹⁶ Andy Fastow y el CEO Jeffrey Skilling, lo segundo efectuado por la hasta entonces afamada consultora Arthur Andersen-la caída de Enron significaría la desaparición *de facto* de esa organización contable- (*A guide to corporate scandals*, 2002).

La administración fraudulenta consistió en manipular con falsedad las declaraciones contables del patrimonio con el fin de mantener constante un superávit considerable, sinónimo de robustez económica y atractivo bursátil. A tal efecto las tres autoridades de Enron antes mencionadas recurrieron a dos a “técnicas”. En primer lugar se utilizó el método *mark-to-market value* para llevar a cabo la contabilidad. Se trata de un dispositivo contable de valuación que fija el valor de los bienes y la ganancia obtenida del uso de ellos de una organización a

¹⁶ Del inglés *Chief in Financial Operations*. Se trata del director financiero.

partir del valor de mercado actual tanto de esos activos como del *cash flow* neto proyectado a futuro y no a partir del baremo del *book value*, esto es, la valuación que figura en el registro de balance surgida de aplicarle al valor inicial del bien una X tasa de depreciación a lo largo del tiempo que dicho activo forme parte del patrimonio de la empresa. El *mark-to-market value* fue una pantalla usada para ocultar pérdidas económicas, hecho posibilitado, además, por la apelación a un mecanismo de encubrimiento de pasivo denominado *off balance sheet* que alude a la omisión de colocar un activo o, como en estas circunstancias, un pasivo en el balance de la firma. En segunda instancia el presidente y los dos directores referidos echaron mano a la figura de las *Special Purpose Entities* (SPE), instituto jurídico estadounidense inicialmente pensado como una *partnership* limitada o una sociedad independiente a la original cuyo fin es asegurar la solvencia frente a determinada/s obligación u obligaciones financiera/s mediante la designación de un bien o bienes a tal exclusivo y único efecto, activos que surgen del patrimonio de la corporación naturalmente-la lógica es similar a la de un fideicomiso del derecho argentino-. Ocurre que en el caso de Enron las SPE generadas lo eran con el único fin, una vez más, de esconder deuda¹⁷ (*Special Purposed Vehicle/Entity*, s.f.). En cuanto a la auditoría notablemente deficiente la responsabilidad es de la hasta entonces prestigiosa consultora Arthur Andersen como se dijo.

Medidas como el modificar el plan de pensión para los empleados prohibiendo la venta de acciones poseídas por personal de la empresa en un plazo de 30 días sumado al desmantelamiento de una de las SPE que implicó el evitar repartir 58 millones de dólares en concepto de dividendos llamaron la atención de la SEC¹⁸, el equivalente a la Comisión Nacional de Valores (CNV) en los Estados Unidos, oficina pública que comenzó a investigar a Enron en abril del 2001.

No pasó demasiado tiempo hasta que las autoridades de Enron blanquearon cuál era el verdadero estado financiero de la compañía: 591

¹⁷ La legislación estadounidense en aquella época permitía que una empresa mediante una SPE consiguiera capital al endeudarse ésta y transferirle los activos a aquella sin necesidad de que esos pasivos figuren en los registros contables de la compañía; dichos pasivos aparecían en los balances de las SPE.

¹⁸ En inglés *Securities and Exchange Commission*.

millones de dólares de pérdidas y deuda por un total de 628 millones de dólares. Lo que siguió fue, finalmente, la estrepitosa y extraordinaria caída de Enron-las acciones pasaron de valer 90 dólares a 50 centavos de dólar en muy poco tiempo, verbigracia-cuya lista de perjudicados es muy variada y numerosa pero sin duda el conjunto de los accionistas de Enron figuran en la categoría de quienes mayor daño recibieron por el colapso al que se refiere.

b. Worldcom

En marzo del 2002 el coloso estadounidense de las compañías telefónicas de larga distancia Worldcom se declaró en bancarrota cuando su valuación era de 104 mil millones de dólares en lo que se consideró la mayor quiebra de una empresa en la historia estadounidense hasta aquel entonces. La bancarrota fue fruto de un fraude contable y de una mala praxis ejecutiva (*A guide to corporate scandals*, 2002).

En el 2001 el CEO y fundador de Worldcom Bernard Ebbers tomó un préstamo de 400 millones de dólares y esa operación no fue reportada en la planilla de la remuneración a las autoridades ejecutivas que formaba parte del balance por lo que en teoría no había habido ningún movimiento de dinero. Puesto que contablemente no había sucedido nada por el ardid empleado, Ebbers recibió sus salarios mensuales a lo largo del año sin ningún descuento. De esa manera él estaba tomando dinero de las arcas de la corporación para enriquecerse sin causa. (Romar y Calkins, 2006)

Sumado a lo anterior, mediante los registros contables el CEO, el CFO Scott Sullivan y quien había sido accionista mayoritario David Myers inflaron el patrimonio de la compañía agregando 11 mil millones de dólares a éste-casi 4 mil millones provenían de cuentas fraudulentas y otros 3 mil millones de fondos erróneamente clasificados en cuanto a la contabilidad-.

En la segunda mitad del 2001 la SEC comenzó a investigar a Worldcom. Para ese entonces el valor de las acciones había caído notablemente. Es de resaltar que dada la preponderancia de la empresa en cuestión en el sector de telecomunicaciones estadounidense y la consiguiente dependencia que varias

empresas del rubro tenían con ella la bancarrota de Worldcom significó un enorme golpe al segmento de las telecomunicaciones en EE.UU.

c. Adelpia Communications

El año 2002 fue testigo de numerosas importantes bancarrotas en Estados Unidos, algunas sobre las que aún no se ha hablado en esta tesis. Sumadas a las dos quiebras antes mencionadas se encuentra la de Adelpia Communications, firma dedicada a la TV por cable que ocupaba el quinto lugar en ese segmento en el territorio estadounidense y que en 1986 había comenzado a cotizar en la bolsa. La causa de la declaración de bancarrota fue administración fraudulenta.

El caso de Adelpia Communications es un exponente de un manejo no ético de activos de una compañía que cotiza en bolsa llevado a cabo por un clan familiar poseedor de un grupo económico ligado a dicha familia, la de los Rigas en los hechos (Patsuris, 2002). Los acontecimientos se relatarán a continuación.

En marzo de 2002 salió públicamente a la luz una anotación marginal en una presentación contable por parte de Adelpia Communications donde se hacía constar la existencia de préstamos por ella brindados a los Rigas-los mayores beneficiarios del engaño fueron John Rigas, CEO, y sus hijos Timothy y Michael (CFO y VPO¹⁹ de la empresa)-que no habían sido incorporados a los balances por un total de 2,3 mil millones de dólares. El dato fue el inicio de un escándalo corporativo-la SEC y la justicia de EE.UU tomaron cartas en el asunto-lo que condujo a que en mayo, en un contexto donde a raíz de lo anteriormente mencionado las acciones bajaron fuertemente su valor y más y más información comprometedor para los Rigas emergía a través de comunicados de la compañía, los miembros del clan familiar se ven obligados a apartarse de la firma. Para junio de ese año Adelpia Communications quiebra. La línea de tiempo del caso no estaría completa si no se hablara sobre cuál fue

¹⁹ Del inglés *Vice President of Operations*. Se traduce como vicepresidente de operaciones.

la operatoria que llevó a un grado de insolvencia tal que derivó en la bancarrota ineludible, tarea que será realizada seguidamente.

Como se dijo anteriormente, el *modus operandi* de los Rigas consistía en, dicho en términos amplios, mediante la compañía estrella del *holding* familiar-Adelphia Communications-desviar fondos a otras firmas que conformaban el grupo económico en cuestión y en una instancia siguiente tomar posesión y usar para fines privados el dinero mal habido. Tan grotesca era la disposición de los dólares por parte de los miembros del clan que en una nota del periódico “NY Times” publicada a los pocos días de conocido el escándalo se sostiene que “(...) los Rigas veían y usaban a la compañía como su propio *personal piggy bank*²⁰ .”²¹ El concierto de acciones llevadas a cabo por John Rigas y sus mal intencionados compañeros incluye, entre otras, la creación de documentos y transacciones fraudulentas, falsa inflación de activos en los balances de Adelphia Communications y declaración de ingresos netos y brutos dolosamente exagerada.

d. Bristol Myers Squibb

El laboratorio estadounidense Bristol Myers Squibb reportó en el lapso temporal entre 1999 y la primera mitad del año 2002 poseer 900 millones de dólares de ganancia y el haber recibido 2.500 millones de dólares fruto de ventas, afirmación que en principio parecería no contener nada de extraño. Mas detrás de esos números hay un fraude contable perpetrado a través de dos “recursos” mal habidos: el *channel stuffing* y el *cookie jar*. La cifra a la que llegó el ardid, siempre mientras Peter Dolan era CEO de la empresa, fue de 1.500 millones de dólares-en ese monto se infló el volumen de ventas-. (*Bristol Myers Settles Conspiracy Charge*, 2005)

Retomando el tópico de los “recursos” espurios, en primer lugar se encuentra el *channel stuffing*. Se trata de una modalidad en la que se incrementa ficticiamente la cifra de ventas mediante el adelantamiento forzoso de la entrega

²⁰ Referencia en inglés a las icónicas alcancías con forma de cerdo.

²¹ Ver *supra* nota 8.

de mercadería por parte de la compañía a sus clientes-bocas de expendio mayoristas o minoristas-cuyos inventarios aumentan súbita y prematuramente con el objetivo de engrosar el valor de las ventas en determinado período de tiempo lo que permite mostrar a los inversores que una firma tiene un sólido y prominente *cash flow*²².

En cuanto al “recurso” conocido como *cookie jar* éste alude a la práctica fraudulenta contable de ocultar etapas de déficit con el excedente financiero positivo generado por períodos superavitarios. Se utiliza esta técnica engañosa con el fin de aligerar la volatilidad en los balances de una empresa, lo que brinda la falsa imagen a los inversores de que aquella cumple los objetivos prefijados con respecto a las ganancias. El ficticio desempeño económico positivo, por medio de la valuación que los inversores le dan, hacen que las acciones de la compañía como mínimo mantengan su valor-usualmente aumenta-.

e. Tyco

El caso del coloso corporativo Tyco en el 2002 por lo impactante que fue a menudo es mencionado como el tercer componente de la tríada que va desde Enron hasta el caso en cuestión pasando por Worldcom. Se trata de un supuesto sobre fraude contable y bursátil, evasión impositiva, sobornos adentro de la firma y enriquecimiento sin causa por parte de los principales directores (Sorkin, 2002).

El CEO Dennis Kozlowski junto con el CFO Mark Swartz y el CLO²³ Mark Belnick llevaron a cabo el accionar disvalioso que tanto dañó a la compañía referida. A través de prácticas que seguidamente serán expuestas aquellas tres altas autoridades lograron desviar un total de 600 millones de dólares de las arcas de Tyco a sus propios bolsillos.

Para comenzar se recurrió a la solicitud de préstamos sin aprobación ni la notificación a los accionistas-se consiguieron 160 millones de dólares de esta

²² En inglés *cash flow* quiere decir flujo de fondos.

²³ En inglés *Chief in Legal Operations* cuya traducción al español es director de operaciones legales o director del sector de legales (*Chief in Legal Operations* s.f.)

forma, los que para llegar a manos de Kozlowski, Swartz y Blenick fueron disimulados como bonus remunerativos para directores- y a la venta de acciones fraudulenta, esto es, sin cumplir los requisitos legales para poder estar a derecho en una compraventa de acciones en tanto vendedor y a un precio artificialmente inflado-se vendieron acciones por un total de 440 millones de dólares-.

Asimismo el CEO y el CFO sobornaron a miembros del directorio y a empleados de la empresa para que mantuvieran en secreto la existencia de la maquinaria ilegal que tanto dinero les reportaba a ellos y al CLO. El CEO Kozlowski fue aún más lejos y realizó millonarios regalos a una célebre calificadora y analista de acciones para justamente poder establecer un valor ficticio de las mismas.

Por último el CEO fue acusado e imputado por el crimen de evasión impositiva por un total de un millón de dólares a raíz de la compra de obras de arte cuyo destino, en teoría, era la sede central de Tyco pero que fueron a parar a la residencia privada de Kozlowski.

2. Francia

a. Vivendi

La firma francesa de medios y telecomunicaciones Vivendi fue protagonista en julio del 2002 de un escándalo corporativo. El desencadenante del mismo fue el accionar de quien hasta entonces era su CEO Jean-Marie Messier. Para esa época se registraron pérdidas por un total de 23,3 miles de millones de euros en lo que fue para el momento la mayor pérdida jamás registrada por parte de una empresa gala. La organización estuvo cerca de la quiebra (*Former Vivendi CEO Messier (...), 2011*).

El despliegue de acciones que efectuó Messier fue muy variado mas siempre tuvo la constante de perjudicar a Vivendi al mismo tiempo que él obtenía rédito personal. En primer lugar incurrió en adquisiciones de gigantescas compañías tales como Universal Music y Universal Studios, lo que implicó el desembolsar decenas de miles de millones de euros para lo que solicitó

préstamos en cuatro importantes bancos; la devolución de esos empréstitos, como el pago de las restantes deudas en el 2002 y adelante fue lenta y, si es aplicable el término, tortuosa. En segunda instancia, el comportamiento excéntrico y poco pragmático del CEO jugó un papel importante en la caída en desgracia puesto que importaba más el cumplir con los delirios de grandeza corporativa que Messier poseía al jactarse de ser dueño de importantísimas empresas de medios y entretenimiento a nivel mundial que el ser realista y caer en la cuenta de que aquellas operaciones de adquisición solo llevaban a un lugar: a la virtual quiebra. En tercer lugar se detectó que el directorio estaba compuesto por muchos integrantes muy cercanos al CEO por lo que la condescendencia para con las medidas de Messier era moneda corriente. En cuarta instancia existe un hecho que ciertamente no contribuyó a que la compañía pudiese equilibrar sus finanzas fácilmente y este es el que la calificadora de riesgo Moody's en la primera mitad del 2002 redujo la categoría de las acciones de Vivendi a la de "título basura".

Por último al panorama previo explicado hay que sumarle elementos tales como registros contables fraudulentos, una campaña de prensa financiada por el CEO para mostrar al público-particularmente al universo bursátil-que Vivendi gozaba de una gran salud financiera, el *insider trading* o el efectuar negocios desde dentro de la compañía utilizando información privilegiada usualmente a expensas del desenvolvimiento económico de la firma y la existencia de una *severance*²⁴ por un total de 20.000 dólares a favor de Messier-Messier luego de julio del 2002 y a pesar de su pésima gestión recibió ese monto de parte de Vivendi.

²⁴ Instituto oriundo del derecho comercial estadounidense con gran difusión internacional mediante el cual se establece una penalidad pecuniaria contra la empresa en el supuesto de una remoción muy difundido en el ámbito de las autoridades más relevantes de las empresas tales como los gerentes generales.

3. Italia

a. Parmalat

A fines del 2003 la empresa láctea italiana Parmalat, una de las más grandes en el sector a nivel mundial²⁵ y una de las compañías europeas hasta entonces más relevantes dentro y fuera de Europa se declaró en bancarrota. Con una deuda inabarcable de alrededor de 20 mil millones de dólares-tomando el cambio dólar-euro en diciembre del 2003-esta quiebra fue para su época la mayor alguna vez ocurrida por parte de una firma europea-se la llamó “la Enron europea”- (*The Parmalat Scandal*, 2011).

Los implicados y responsables principales de la caída de Parmalat fueron el CEO y fundador Calisto Tanzi, sus hijos Stefano y Giovanni, el CFO Fausto Tonna y varios miembros del directorio. A grandes rasgos lo que sucedió en la firma en cuestión fue un fraude contable y una desviación de fondos para beneficio personal de los individuos antes mencionados.

Yendo a los hechos que desencadenaron la espiral que llevó a la quiebra de Parmalat, a mediados de noviembre del 2003 dicha empresa se declaró en *default* con respecto a una deuda con bonistas por un total de 15 mil millones y medio. En consecuencia bancos y auditores comenzaron un relevamiento del patrimonio de Parmalat. Primeramente el Bank of America, banco donde según las autoridades de Parmalat existía una cuenta en la que la compañía poseía casi 5 mil millones de dólares, informó que no había registro de ninguna cuenta cuyo titular fuera la susodicha sociedad anónima italiana. Más adelante, salió a la luz que los directores habían falsificado datos de cuentas bancarias que, por lo tanto, eran ficticias y que las mismas personas habían inventado activos con una valuación total de 16 mil millones de dólares todo ello en el lapso que va de 1988 a 2003.

²⁵ Hasta diciembre del 2003 Parmalat empleaba a 36.000 trabajadores diseminados en los 30 países donde poseía instalaciones fabriles.

B. Manifestaciones

Al comienzo del subcapítulo previo se señaló que en este subcapítulo se haría referencia a las manifestaciones de los costos de agencia primarios y eso es lo que aquí se hará. Puesto que la idea es exhibir y detectar la mayor cantidad de manifestaciones posibles, la exposición no se ceñirá únicamente a los tipos de costos de agencia que emerjan de la casuística antes citada.

1. Fraude contable

La exteriorización de los costos de agencia que toma la forma de fraude contable es uno de los más difundidos. Está presente en todos los casos internacionales mencionados.

El hecho de que se trate de una exteriorización de los costos de agencia primarios recurrente se debe principalmente a que la alteración engañosa de los registros contables brinda el marco por excelencia para que tengan lugar y se desarrollen otros costos de agencia primarios tales como el enriquecimiento sin causa de directores y los fraudes bursátiles. Lo anterior puede ser afirmado ya que mediante la adulteración de las constancias contables no se dejan rastros en un primer momento de los movimientos patrimoniales fuera de la ley o que carecen de una explicación plausible legal; más adelante frente a una auditoría ciertamente se puede dar con esos “agujeros contables” y, a través de una indagación ulterior, dar con quién o quiénes estén detrás de la maniobra ilícita.

Exponentes de fraude contable incluyen la creación de superávits, activos y estados patrimoniales ficticios, el uso de métodos contables con un margen de inexactitud o error de valuación mayor que otros-verbigracia la elección del método *mark-to-market* en vez del de *book value* en el caso Enron²⁶- y el echar mano a “recursos” contables tales como el *channel stuffing* o el *cookie jar*²⁷.

²⁶ Ver *supra* III.A.1.a.

²⁷ Ver *supra* III.A.1.d.

2. Fraude bursátil

La manifestación de costo de agencia primaria conocida como fraude bursátil guarda semejanzas con lo señalado en el apartado de fraude contable *supra*.

El fraude bursátil consiste en brindar información falsa relacionada a las acciones de una compañía como si fuera verdadera con el fin de mostrar un desempeño irreal mejorado que atraiga inversiones.

El caso de Tyco es una prueba de esta clase de costos de agencia primarios-en dicho antecedente, además de realizar otras actividades negativas para la compañía el CEO junto con el CFO vendieron numerosas acciones a precios inventados y para beneficio de ellos exclusivamente-.

3. Enriquecimiento sin causa

La exteriorización última de los costos de agencia primarios es el enriquecimiento sin causa, concepto jurídico caracterizado de la siguiente manera por el artículo 1794 del Código Civil y Comercial de la Nación argentino : “(...) Toda persona que sin una causa lícita se enriquezca a expensas de otro, está obligada, en la medida de su beneficio, a resarcir el detrimento patrimonial del empobrecido.” Dado el punto de vista de este trabajo académico y la casuística analizada la referencia aquí apunta al enriquecimiento sin causa de los gerentes generales de las sociedades abiertas.

Si bien en todos los antecedentes traídos a la luz existió enriquecimiento sin causa ejecutivo, las modalidades y magnitudes fueron diferentes. Es así que se encuentra por su lado el antecedente Tyco donde entre CEO, CFO y CLO se apropiaron indebidamente de tanto como 600 millones de dólares a través de pedidos de préstamos de forma dudosamente responsable y en absoluto ética, evasión impositiva, venta de acciones fraudulentas y sobornos a integrantes de alta jerarquía de la firma. En el caso Worldcom, en cambio, se recurrió al pedido de préstamos y el dinero entregado como parte del empréstito fue a parar a

bolsillos privados siendo la apropiación ilícita de un total de 400 millones de dólares.

4. **Cash flow libre**

Jensen (1986a) plantea el costo de agencia primario derivado del *cash flow libre*. El *cash flow libre* es un excedente pecuniario neto conseguido luego de restar los costos de los proyectos en los que se encuentra embarcada la compañía de la que se trate. La disposición y el empleo de dicha masa de activos está en manos del CEO quien posee dos opciones: guardar y reinvertir ese capital para financiar nuevas propuestas o distribuirlo como dividendos. Debido a que el gerente general no desea estar sujeto al control de quien le brinde un préstamo ni quiere exponerse a la presión que implicaría emitir nuevas acciones ni es proclive a optar por inversiones de gran riesgo con posibilidades de significativos retornos pero un nivel de riesgo que por estar la reputación suya en juego aquél no tomará, como señalan Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004), con seguridad el CEO destinará los fondos a proyectos que no constituyan la opción más rentable a la que ese *cash flow libre* y que a los accionistas les significará un rédito menor que si se repartiesen dividendos. El perjuicio al accionista base del costo de agencia en cuestión reside entonces en esa asignación subóptima de los activos excedentes.

5. **Empire building**

La manifestación de costos de agencia primario conocido como *empire building*²⁸ alude a la acción que lleva a cabo la administración de una compañía, usualmente aplicable a los casos en los que hay un gerente general, a través de la cual se destinan recursos de la firma a proyectos e iniciativas que fortalecen la posición de la/s máxima/s autoridad/es ejecutiva/s-el engrandecimiento de áreas

²⁸ Una traducción literal del inglés daría como resultado el término construcción de imperio.

a cargo suyo o la designación de personal que responde a quien/es ejercen el costo de agencia primario en cuestión independientemente de la idoneidad para el cargo de quienes están siendo incorporados por ejemplo-en detrimento del empleo de los mismos activos en medidas o planes cuyo resultado redunde en una ganancia para los accionistas.

6. Shirking

El *shirking*, vocablo derivado del verbo *shirk* que significa eludir el realizar una tarea que a uno le fue encomendada hacer, es otro exponente de los costos de agencia primarios. Al respecto explican lo siguiente Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004: 226): “ El problema del *shirking* en la empresa se basa en la tendencia natural del directivo a poner menos empeño en su trabajo (por tanto, menor esfuerzo para crear valor) de lo que el accionista espera de él. Se manifiesta en aspectos tales como elusión de responsabilidades, dejación o incumplimiento de funciones, etcétera. Así, la dirección puede dedicarle menos esfuerzo del que debiera a tareas no tan agradables para ella (como buscar el proveedor óptimo o realizar un adecuado seguimiento de los subordinados) y, sin embargo, involucrarse en otras actividades alternativas.”

7. Insider trading

Otro exponente de costo de agencia primario es el *insider trading*²⁹. De acuerdo al SEC existen dos versiones de *insider trading*: la legal y la ilegal; la importante aquí es la segunda. Ésta es definida por el organismo estadounidense previamente referido como “La compra o la venta de acciones violando una *fiduciary duty* u otra relación de confianza estando en posesión de información reservada sobre la acción.” En el caso “Vivendi” como se sostuvo *supra* Mesier incurrió en *insider trading*.

²⁹ La traducción literal no es aplicable ya que se aleja del significado contextualizado.

8. Otras manifestaciones

Además de las manifestaciones de costos de agencia primarios referidas con anterioridad existen otras tales como la creación de un mecanismo de sociedades para poder así aumentar el patrimonio de algunos directores (caso Adelphia Communications) y el suministrar dádivas a calificadoras de riesgo (caso Tyco).

IV. Costos de agencia secundarios

A lo largo de este capítulo se ofrecerán exponentes de costos de agencia secundarios, en algunos casos se señalarán los puntos fuertes y débiles de los mismos, mediante una revisión de literatura sobre el tópico compuesta por *papers* de autores extranjeros. Dada la naturaleza de los costos de agencia secundarios los mismos ejemplos que se traerán a colación coincidirán con mecanismos de respuesta a los costos de agencia primarios; dichas técnicas tendrán gran protagonismo en el apartado de propuestas de medidas de este trabajo puesto que se trata precisamente de herramientas a las que los accionistas pueden echar mano con la finalidad de reducir costos de agencia.

Previo a pasar a mencionar ejemplos de costos de agencia secundarios resulta importante hacer notar la dificultad que muchas veces entraña el evaluar el desempeño de un gerente general. Sobre el tópico se expresan Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004) quienes refieren a la multiplicidad de factores intervinientes en la ejecución de políticas y planes de dirección de empresa por parte de un CEO-los que deben ser revisados con una visión a largo plazo- entre los que se halla el hecho de que los gerentes generales hayan actuado de buena fe al elegir cierto tipo de inversión y ella no haya tenido un retorno como el que se esperaba y la existencia de una demora en que surja la ganancia de una inversión- en este último supuesto el panorama para el

controlador es aún más negativo dado que es probable que el CEO oculte la tardanza en la aparición de los réditos-. Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004) agregan: “Realmente es muy difícil discernir si los directivos están cometiendo errores o si son ineficientes. Por una parte, hasta que no transcurra un tiempo prudencial no se puede evaluar la gestión del agente (...). Por otra parte, es casi imposible que los miembros *outsiders* de la empresa (al ejercer el control directivo) tengan conocimiento de los proyectos que barajó la dirección cuando tomó la decisión acerca de un determinado proyecto de inversión, por lo que carecen de elementos fiables para evaluar la gestión directiva.” Es decir que, a los fines de mayor relevancia en este escrito, se puede y de hecho es aconsejable vigilar y repasar la *performance* de un gerente general mas hacerlo implica llevar a cabo una tarea a menudo dificultosa y es esa característica de complicación la que finalmente pone en mejor condiciones *prima facie* al CEO frente a los accionistas quienes resultan perjudicados.

A. Exponentes

1. Compensación ejecutiva

Un ejemplo de costo de agencia secundario es el de la compensación ejecutiva, costo que toma distintas formas. En una de sus variantes puede ser un *stock option plan*³⁰ en otra el beneficio de *cash bonus*-premios pecuniarios-por alcanzar ciertas metas. Lo que se busca de esta manera es reducir los costos de agencia que provienen del uso discrecional de las facultades decisorias de los gerentes generales, sea a través de una motivación dineraria o de hacer parte al CEO de forma directa del impacto positivo que una gestión que escuche y defienda los intereses de los accionistas pueda tener- en este último supuesto adquiere capital importancia el valor de las acciones (*stock option plan*). Como hacen notar Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004) mediante la elección de estrategias de *bonus* o de ofrecimiento de acceso a acciones a los

³⁰ Ver *supra* nota 6.

CEO los accionistas pueden optar por promover que el gerente general se interese más por cumplir con objetivos de corto plazo o de largo plazo.

Bebchuk y Fried (2003) con respecto a la compensación ejecutiva proponen un análisis con dos perspectivas-ellos parten de la base de empresas sin un accionista mayoritario hecho que no obsta sino que reduce alcance en última instancia a sus conclusiones si las aplicamos en compañías con accionistas mayoritarios- al que se hará referencia a continuación. La primera óptica es la de la contratación óptima mientras que la segunda se llama poder del gerente general.

Según la perspectiva de la contratación óptima-un punto de vista que como se verá coloca a la compensación ejecutiva en el ámbito de los costos de agencia secundarios-los directorios construyen sistemas óptimos de compensación a los fines de armonizar los intereses de los CEO y de los accionistas. De acuerdo a Jensen y Murphy (1990), como refieren Bebchuk y Fried (2003), un punto de capital importancia en el esquema de contratación óptima es el volumen del incentivo brindado al gerente general y de ahí se deriva la negatividad que una legislación que no permite brindar incentivos contundentes a los CEO trae aparejada.

La visión más tradicional de la contratación óptima es complementada por la segunda perspectiva, la del poder del gerente general. Según ella-y esto constituye su mayor aporte al campo del estudio de los costos de agencia-la compensación ejecutiva es tanto una solución a los costos de agencia como un componente de ellos. Lo anterior puede ser afirmado ya que la posibilidad de alineación de intereses entre los gerentes generales y los accionistas en este contexto se ve afectada por la fuerza e influencia de los CEO y por elementos oriundos del mercado pero lo primero, como se demostrará más adelante, se impone a la segundo y por ende el resultado no es el que mayor rédito brindaría a los accionistas.

Continuando con lo sostenido por Bebchuk y Fried (2003) las fuerzas del mercado-incluye al mercado de trabajo de las autoridades corporativas ejecutivas y a los mercados de control de las empresas y de capital-pueden imponer ciertas limitaciones al poder de los gerentes generales mas como

señalan Bebchuk, Fried y Walker (2002) esas restricciones no son muy sustanciales comparativamente y por lo tanto se dan desviaciones importantes de lo que sería una contratación óptima, una donde se armonicen los intereses de accionistas y el CEO. Pruebas y pilares de la influencia de los gerentes generales y el uso de ella para quitar fuerza a las limitaciones del mercado son los recursos anti *takeover* tales como los *staggered boards* o el *golden parachute*³¹.

2. Seguro contra el mal desempeño del CEO

Un tercer exponente de costo de agencia secundario es el de los seguros de responsabilidad civil contra el mal desempeño del CEO. Se trata de una póliza que puede ser contratada por una firma con la finalidad de protegerse de los reclamos judiciales derivados de una *performance* negativa o ilegal del gerente general.

V. Otras limitaciones a los costos de agencia primarios

Existen restricciones a los costos de agencia primarios que no provienen del actuar de accionistas y que no les representan un costo a ellos. Este capítulo se abocará a dichas limitaciones. Cerca del final se incluirá como referencia informativa el modelo institucionalista para reducir los costos de agencia primarios que posee notoria presencia en el exterior, particularmente en EE.UU.

³¹ Los *staggered boards* y los *golden parachutes* son medidas *antitakeover* o anti traspaso entendido dicho traspaso como el cambio de propiedad de una sociedad mediante una modificación en el sujeto que se desempeña como accionista mayoritario. La primera apunta a que muchos de los cargos del directorio debido a plazos bienales o trienales de mandato subsistan luego del *takeover*, hecho desfavorable para un potencial adquirente de la empresa. La segunda alude a la práctica de fijar en el contrato de los CEO cláusulas que establecen que en caso de despido de éstos le deberán ser abonadas cuantiosas sumas.

A. Mercados

Hay tres mercados que imponen restricciones a los costos de agencia primarios efectuada por los CEO: el mercado de trabajo de los gerentes generales, el de acciones y el del control de las compañías.

El primero de ellos acota los costos de agencia primarios a través de la amenaza de pérdida del puesto al gerente general. Si el CEO incurre y profundiza en costos de agencia primarios típicamente aumenta la posibilidad de que el directorio tome la decisión de despedirlo.

El segundo mercado, el de acciones, actúa como un importante parámetro del rendimiento del gerente general; éste tiene menos margen para generar un costo de agencia primario cuanto menor sea el precio de la acción ya que esa baja valuación denotará un desempeño pobre y por tanto se lo observará más de cerca, situación sin duda desfavorable para perpetrar actos que beneficien al CEO a costa de los accionistas.

El mercado de control de empresas restringe los costos de agencia primarios no solo del gerente general sino también del directorio a través de los incentivos a la gestión eficiente que los *takeovers* tienen. Es que una propuesta de toma de control lleva a que quienes administran los recursos en la compañía de forma originaria y delegada-directorio y CEO-optimicen dicha administración debido a que, caso contrario, se exponen a un *hostile takeover* o toma de control hostil con una buena perspectiva de concretarse (Lozano García, Hidalgo y Pindado García, 2004); esto último es así ya que muchos accionistas tomarán la oferta de compra de acciones por no estar interesados en poseer acciones de una firma con un desempeño subóptimo. De llevarse a cabo exitosamente la toma de control-y mucho más si es hostil-con seguridad habrán reemplazos en el directorio y en la gerencia general por lo que, en otras palabras, una *takeover* es un peligro para la administración de una sociedad anónima abierta. Por el temor a que eso ocurra y la consiguiente voluntad de evitar una situación de gestión de la empresa que propicie una toma de control es que el mercado de control de las empresas restringe los costos de agencia primarios.

B. Leyes

Otra limitación a los costos de agencia originados por los gerentes generales proviene de la normativa.

En Argentina el cuerpo legal aplicable a la actuación de los CEO está contenido en los artículos 173, inc. 7, 178, 300 y 301 del Código Penal como observa Villegas (1993), en decreto 677/2001 y en las resoluciones generales 400/02, 401/02, 402/02 y 606/12 de la CNV que lo reglamentan y en la Ley de Sociedades Comerciales, más precisamente en los artículos 59, 270 y los que van del 274 al 279 inclusive.

En la Ley de Sociedades Comerciales el régimen de responsabilidad del gerente general deriva de aquel propio de los directores. A continuación se transcribirá el contenido de los tres artículos más ilustrativos de entre el conjunto previamente referenciado.

“Art. 59 – Los administradores y representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión.

Art. 270 – El directorio puede designar gerentes generales o especiales, sean directores o no, revocables libremente, en quienes puede delegar las funciones ejecutivas de la administración. Responden ante la sociedad y los terceros por el desempeño de su cargo en la misma extensión y forma que los directores. Su designación no excluye la responsabilidad de los directores.

Art. 274 – Los directores responden ilimitada y solidariamente hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por el mal desempeño de su cargo, según el criterio del art. 59, así como por la violación de la ley, el estatuto o el reglamento y por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieren asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblearia. La decisión de la asamblea y la designación de las personas que han de desempeñar las funciones deben ser inscriptas en el Registro Público de Comercio como requisito para la aplicación de lo dispuesto en este párrafo.”

Resulta interesante observar que, partiendo de los exponentes de estrategias legales contra los costos de agencia expuestas por Armour, Hansmann y Kraakman (2009) denominados reglas- definidas por los autores como restricciones que exigen o prohíben comportamientos específicos y explicitados *ex ante* del accionar del gerente general-y estándares-limitaciones entendidas por los teóricos como parámetros que serán utilizados por evaluadores para considerar si una conducta infringió una convención privada y/o una norma *ex post* el actuar del CEO- en primera instancia el artículo 59 establece un estándar relacionado con la figura y el desenvolvimiento correcto de “un buen hombre de negocios”. En segundo lugar y sumado de forma contrastante a lo anterior el art. 274 hace referencia a reglas puesto que menciona supuestos precisos con bajo o nulo margen de interpretación por parte de quien revise la eventual conducta los que, de tener lugar, generarán responsabilidad al CEO.

Por otro lado cabe destacar que el decreto 677/2001 sobre el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública y las resoluciones generales 400/02, 401/02, 402/02 y 606/12 de la CNV que lo reglamentan conforman un acervo legal semejante a un Código de Gobierno Societario Argentino con la mayoría de las disposiciones de carácter vinculante.

C. Riesgo de bancarrota

La situación extrema de mayor negatividad para una compañía como la quiebra en la mente del CEO toma la forma de una restricción al accionar

individualista y contrario a los intereses de los accionistas que aquél despliegue. Similar a las limitaciones de los mercados-particularmente si de mercado de trabajo se trata-, el CEO psabe con certeza que una bancarrota naturalmente destruiría su cargo hecho que buscará evitar, especialmente si es un gerente general con una perspectiva de largo plazo. Pero asociada a la quiebra aparecen otras limitaciones a los costos de agencia primarios, las que tienen incidencia en el perfil profesional y laboral del gerente general: la reputación y la carrera de CEO. Estas dos últimas restricciones adquieren gran peso si se analiza la eventualidad de una bancarrota puesto que la reputación del gerente general será dañada sobremanera y un impacto no menor será recibido por la carrera del CEO elemento donde la trayectoria laboral es de capital importancia.

D. Institucionalismo

Uno de los modelos para morigerar costos de agencia primarios con gran difusión en el extranjero, especialmente en los mercados de muchas naciones desarrolladas-particularmente EE.UU-es el del institucionalismo. Se trata de un esquema que, definido preliminarmente, propone que exista una instancia de vigilancia sobre los directores ejecutivos en las sociedades anónimas abiertas y que aquella sea ocupada por sujetos colectivos tales como organizaciones financieras, sean públicas o privadas- verbigracia fondos de inversión, bancos, fondos de pensión y fundaciones, entre otras-.

Black (1992) argumenta que el modelo ideal para que se desarrolle el institucionalismo es uno donde por ley se limite a cada institución a poseer como máximo el 10% de las acciones de una compañía. Esto permitiría que dentro del grupo de accionistas de una empresa convivan múltiples instituciones sin que una sola de ellas tenga mayoría de acciones.

El poder nominar directores desde las instituciones es un instrumento para, además de contar con presencia en el directorio y por ende poder influir en las decisiones de peso con respecto al porvenir de la empresa, vigilar al CEO quien a menudo para realizar actos que lo benefician a costa de la firma busca complicidad entre otros directores. Sucede que los directores cuentan con una

serie de potestades que el simple accionista no posee lo que convertiría a la figura del director en un medio para poner en práctica un monitoreo indirecto de parte de los accionistas institucionales. Es de gran relevancia el hecho de pertenecer al directorio y poder expresar a la minoría institucional no obstante ese directorio y el CEO no coincidan en varios aspectos; el valor de los directores de la minoría reside en cómo ellos interactúan con los demás directores.

En lo que a la a menudo frecuente miopía de los CEO se trata-miopía entendida en este contexto como el priorizar en la visualización al corto plazo por sobre el largo plazo (Black, 1992)-, se vería una disminución de ella gracias a la comunicación que desde los accionistas de las instituciones existiría con el CEO puesto que los accionistas institucionales sabrían de primera fuente si este último, al menos en teoría, piensa en el desempeño a largo plazo de la compañía-es muy probable que los accionistas mayoritarios se interesen, accedan a esa información y hablen con el gerente general análogamente a lo realizado por los accionistas institucionales-. El CEO se sentiría respaldado a la hora de pensar en el futuro lejano producto de saber el parecer al respecto de los accionistas institucionales y los mayoritarios. Si el gerente general fallara, los accionistas institucionales junto con los mayoritarios podrían proponer la remoción de aquél-riesgo que actúa como una limitación a la libertad de crear costos de agencia primarios por parte del CEO-.

Black (1992) asimismo señala que el modelo que propone es uno que para ese entonces ya existía en Alemania, Japón y el Reino Unido donde las instituciones eran de índole financiera-los bancos alemanes sobresalían-y el sistema funcionaba de forma óptima.

El modelo institucionalista que como se dijo anteriormente busca observar e impedir que los CEO se libren a su propia discreción acerca del manejo de los fondos de la compañía es por definición complejo visto desde la óptica de los problemas de agencia. Esto se debe a que se trata de accionistas que emplean a instituciones inversoras-entidades que a su vez entre sus inversionistas y sus autoridades poseen una relación principal-agente-para que vigilen a los CEO, es decir que, en palabras de Black (1992), los accionistas

contratan a agentes suyos-instituciones-para que observen a otros agentes suyos-los gerentes generales-.

Podría entonces pensarse que al final de cuentas no se está haciendo más que agregar otra capa de relaciones de principal-agente sobre la preexistente establecida entre accionistas y el CEO, algo que puesto de esa forma no parece contribuir a reducir costos de agencia primarios. Mas no hay que olvidar la instancia exclusiva de vigilancia que las organizaciones inversoras ofrecen. Además el rol que toman las referidas instituciones no se superpone con la conducción de la empresa, área a cargo de los directores ejecutivos debido a que aquéllas despliegan una tarea diferente, la de monitoreo del desenvolvimiento-revisan el accionar del CEO-. En base a recursos tales como valores de la acción, asientos contables e informes de directores suyos una institución puede saber si una compañía está siendo bien dirigida a pesar de que, como sostiene Black (1992), la organización no sea capaz de conducir a la empresa en cuestión. La información de monitoreo-sector donde las instituciones inversoras tienen *expertise*-por lo tanto no solo examina y detecta errores y mala fe por parte del CEO sino que también brinda una herramienta informativa adicional que los directores ejecutivos pueden incorporar a la hora de conducir la firma.

Sumado a lo expuesto en el párrafo anterior se encuentra la visión diversificada de las autoridades de las instituciones inversoras. Producto de que esas organizaciones tengan interés y de hecho destinen dinero a empresas de diferentes rubros permite a quienes las dirigen contar con un punto de vista entrenado que detecte problemas genéricos en la dirección de las sociedades anónimas abiertas que no sea, como usualmente es el de los CEO, *company-specific*³².

Ciertamente se pueden hallar críticas al modelo institucionalista, varias de las cuales son señaladas por Black (1992). En primer lugar está la cuestión de la posibilidad que las autoridades de las instituciones inversoras utilicen su posición o influencia en las empresas que observan para conseguir beneficios

³² Concepto en inglés que alude a la característica de ser específico o particular de una compañía.

desleales para ellas. Una serie de factores según el autor tales como límites legales en cuanto a la actuación de los directivos de las organizaciones y la pasible sanción judicial por mal desempeño-tomando la legislación estadounidense se puede pensar en las *fiduciary duties*³³, la capacidad de que los CEO vigilen a las autoridades de las instituciones inversoras y que entre las organizaciones de inversión se vigilen dificultan y obstaculizan la libertad de acción de una institución inversora que quiera tomar réditos indebidos.

Una segunda crítica, como relata Black, hace referencia a la posible miopía financiera ejercida por las instituciones inversoras. Dicha objeción puede contar con algo de sustento dado que seguramente haya alguna organización de inversión con la mirada puesta en el corto plazo mas puesto que muchas de esas instituciones reciben inversiones a largo plazo-fondos de jubilación, por ejemplo- es probable que se inclinen por este último.

Una tercera contra que se le señala al esquema del institucionalismo frente a la que por contraposición Black (1992) aprovecha y esgrime una fortaleza o cuando menos una interesante promesa es una que habla sobre un accionar descoordinado entre las instituciones frente a los CEO. Seguidamente suma una consideración sobre posibles cambios en la cultura y el comportamiento de las autoridades de los organismos de inversión. Acerca de esos puntos esto dice: "A menudo hay seguridad en los números. Si solo algunas instituciones son activas [contra los directores ejecutivos], serán vulnerables a una venganza. Pero si muchas instituciones toman la misma acción el peligro de perder participación sustancial en el manejo de las corporaciones merma. Por ejemplo, es común hoy en día que las autoridades de las instituciones se opongan a *staggered boards*³⁴ o *poison pills*³⁵. No sufrieron

³³ Concepto jurídico propio del sistema normativo estadounidense que alude a un deber legal altamente estricto impuesto a un agente para que obre exclusivamente en beneficio de los intereses del principal. El agente solo puede sacar provecho de la relación si cuenta con un consentimiento informado del principal. Un deber subsidiario al que es sujeto el agente es el de evitar los conflictos de interés con el principal. (*Fiduciary duty* s.f.)

³⁴ Ver *supra* nota 31

³⁵ La *poison pill*, en términos generales alude a un mecanismo diluyente de acciones que se basa en ofrecer descuentos para la compra de más acciones a quienes ya son accionistas de la empresa en miras a cambiar de manos expandiendo así el número de acciones lo que dificulta en gran medida la operatoria a los que desean ser futuros

demasiadas pérdidas quienes lo hicieron. (...) El cambio cultural puede cambiar también el comportamiento aceptado de un directivo de una institución inversora. Si más directorios designan a una mayoría de directores independientes las autoridades de las organizaciones de inversión no encontrarán tanta resistencia cuando presionen porque así se haga, como los CEO hoy en día aceptan que los directorios deberían tener una mayoría de directores externos a la empresa. A medida que más compañías adopten comités de nombramiento independientes será más fácil urgir a que los más rezagados se conformen a la nueva norma [costumbre].³⁶ (Black, 1992: 884)

E. Limitaciones adicionales a los costos de agencia primarios

El autor Bernard Black menciona sucintamente otros límites a los costos de agencia primarios creados por parte de los gerentes generales: "(...) el monitoreo por parte de quienes brindan créditos a las empresas y las normas culturales de comportamiento."³⁷ (Black, 1992: 831). Ciertamente cada elemento de los referidos en el fragmento actuará con diferente intensidad dependiendo del caso aunque cabe destacar que mientras la compañía se mantiene en una senda que maximiza ganancias aquellos no cobran demasiada fuerza. Black argumenta que el motivo quizá notorio es que las alarmas surgen cuando el desempeño de la dirección de la corporación arroja resultados negativos; en otras palabras, un CEO no sentiría demasiada preocupación en un escenario favorable al desenvolvimiento de la firma pero sí en un escenario opuesto.

accionistas mayoritarios mediante un *takeover*. El autor se remite a la práctica de los CEO de a menudo implementar o buscar implementar mecanismos de este tipo para preservarse de un *takeover* lo que implica un importante riesgo de ser removido de su puesto.

³⁶ Ver *supra* nota 8

³⁷ Ver *supra* nota 6.

VI. Propuestas de medidas

En este capítulo se brindarán las propuestas de medidas contra los costos de agencia creados por los CEO que menoscaban los beneficios de los accionistas de sociedades anónimas abiertas argentinas. Se las expondrá mediante descripción si se trata de un contenido novedoso en el trayecto del presente trabajo de graduación y, en su defecto, vía remisión.

Las propuestas de medidas se dividirán en dos grupos: las medidas que pueden ser impulsadas desde dentro de la compañía y aquellas cuya implementación implicaría la intervención de organismos gubernamentales.

A. Compañía

En referencia a las propuestas de medidas vinculadas con los gobiernos corporativos en primer lugar cabe realizar la remisión a la definición y caracterización de las técnicas anti costos de agencia primarios de compensación ejecutiva y seguro contra mal desempeño del CEO³⁸.

En segunda instancia de acuerdo al art. 280 de la LSC los accionistas cuentan con el recurso del consejo de vigilancia para poder limitar los costos de agencia primarios producidos por los gerentes generales. Se trata de un órgano plural de control optativo-si se elige hacer uso de él debe figurar en el estatuto-compuesto por entre tres y quince accionistas cuyas funciones son enunciadas en el art. 281, varias de las que implican supervisar y anular medidas tomadas por el directorio y, donde el énfasis en este escrito está puesto, el CEO-si así lo estipula el estatuto puede otorgar la atribución para que dicho consejo seleccione miembros del directorio-. Seguidamente se transcribirán los incisos más relevantes.

³⁸ Ver *supra* IV.A.

“Art. 281 – El estatuto reglamentará la organización y el funcionamiento del consejo de vigilancia.

Son funciones del consejo de vigilancia:

a) Fiscalizar la gestión del directorio. Puede examinar la contabilidad social, los bienes sociales, realizar arquezos de caja, sea directamente o por peritos que designe, recabar informes sobre contratos celebrados o en trámite de celebración, aun cuando no excedan de las atribuciones del directorio. Por lo menos, trimestralmente, el directorio presentará al consejo informe escrito acerca de la gestión social.

(...)

c) Sin perjuicio de la aplicación del artículo 58, el estatuto puede prever que determinadas clases de actos o contratos no podrán celebrarse sin su aprobación. Denegada ésta, el directorio podrá someterlo a la decisión de la asamblea.

d) La elección de los integrantes del directorio, cuando lo establezca el estatuto, sin perjuicio de su revocabilidad por la asamblea. En este caso la remuneración será fija y la duración en el cargo de 5 (cinco) años.

e) Presentar a la asamblea sus observaciones sobre la memoria del directorio y los estados contables sometidos a consideración de la misma.

(...)”

En tercer lugar una medida que los accionistas pueden adoptar para contrarrestar los costos de agencia primarios generados por el gerente general es la del financiamiento de la firma a través de la emisión de deuda; dicho

mecanismo ataca en particular a los costos de *cash flow libre*³⁹ y *empire building*⁴⁰. Lo sostenido anteriormente en este párrafo goza de veracidad puesto que, retomando parte de lo señalado oportunamente al abordar los tópicos de los dos costos de agencia secundarios mencionados en la frase previa, los gerentes generales frente a la necesidad de emplear nuevos fondos no optan por emitir deuda sino que prefieren hacer uso de activos sobrantes en las arcas de la empresa (*cash flow libre*) y uno de los destinos de ese empleo de capital superavitario es el *empire building*. Sucede que el tomar deuda implica para un CEO, en primer lugar, el perder el acceso a los activos excedentes ya que no puede argumentar que ese capital es resguardado a los fines de utilizarlo para afrontar futuros pasivos sin precisamente tener que acudir a la emisión de deuda por lo que disminuye el volumen de *cash flow libre* y, por derivación, el costo de agencia asociado al uso discrecional de esos activos superavitarios también se reduce. Asimismo, como se dijo previamente en este escrito, el tomar deuda significa para el CEO exponerse al control de los mercados capitales, hecho que redundaría en una ventaja para los accionistas y su revisión del desempeño de los gerentes generales. Por último, siguiendo lo expuesto por Lozano García, Hidalgo y Pindado García (2004) los CEO por temor a perder su puesto de trabajo son reacios a tomar demasiado riesgo en sus decisiones, actitud que fomenta el accionar ineficiente de éstos; dado que al endeudarse las probabilidades de quiebra aumentan, el peligro de la bancarrota con sus implicancias⁴¹ fuerza a que los gerentes generales optimicen su desempeño y, de esa manera, reduzcan su ineficiencia lo que beneficia a los accionistas. Los arts. 188, 234 y 235 de la LSC aluden a la potestad de aumentar el capital que la asamblea de accionistas posee en las sociedades anónimas autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones.

En cuarta instancia como procedimiento a disposición de los accionistas para limitar los costos de agencia ocasionados por el gerente general se halla el comité de auditoría referido en el art. 15 del decreto 677/2001. Dicho órgano obligatorio para las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones

³⁹ Ver *supra* III.B.4.

⁴⁰ Ver *supra* III.B.5.

⁴¹ Ver *supra* V.C.

compuesto por tres miembros independientes⁴² del directorio tiene numerosas funciones que lo tornan un recurso atractivo para los accionistas que persigan el fin previamente mencionado. Entre las atribuciones se incluyen el opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos a contratar por la sociedad y velar por su independencia, el supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y del sistema administrativo-contable, así como la fiabilidad de este último y de toda la información financiera o de otros hechos significativos que sea presentada a la CNV y a las entidades autorreguladas en cumplimiento del régimen informativo aplicable, el opinar sobre la razonabilidad de las propuestas de honorarios y de planes de opciones sobre acciones de los directores y administradores de la sociedad que formule el órgano de administración y el verificar el cumplimiento de las normas de conducta que resulten aplicables.

Por último otra herramienta a través de la cual los accionistas pueden morigerar los costos de agencia producto del accionar del CEO es el recurrir a la sindicatura, el órgano obligatorio de fiscalización privada en las sociedades anónimas abiertas argentinas⁴³. Si bien la LSC se expide específicamente sobre este órgano entre los arts. 284 y 298 el punto más significativo a estos fines surge del art. 294 que versa sobre las atribuciones y deberes de el/los síndico/s. Entre aquellas atribuciones y deberes se destacan el fiscalizar la administración mediante el examen de los libros y documentos al menos una vez cada tres meses⁴⁴, el presentar a la asamblea ordinaria un informe escrito y fundado sobre la situación económica y financiera de la sociedad dictaminando sobre la memoria, balance y estado de resultados, el suministrar a accionistas que representen no menos del 2% (dos por ciento) del capital, en cualquier momento que éstos se lo requieran, información sobre las materias que son de su competencia, el vigilar que los órganos sociales den debido cumplimiento a la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias y el investigar las denuncias que le presenten accionistas que representen al menos 2% del capital las que

⁴² Director independiente entendido como un director que lo sea tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control y que no desempeñe funciones ejecutivas en la sociedad.

⁴³ Ver art. 284 de la LSC

⁴⁴ En esta función coinciden tanto el comité de auditoría como la sindicatura.

serán mencionadas verbalmente a la asamblea y sobre las que deberá expresar consideraciones y proposiciones.

Cabe agregar una nota a propósito del art. 283 de la LSC y la relación entre el consejo de vigilancia y la sindicatura. De acuerdo a dicho artículo si en el estatuto se instaure y prevé la existencia de un consejo de vigilancia la sociedad anónima abierta puede prescindir de la sindicatura y que, en tal caso, ésta será reemplazada por una auditoría anual cuya contratación estará a cargo del consejo de vigilancia con la finalidad de que produzca informes de los estados contables que serán presentados en la asamblea de accionistas. Villegas (1993) hace la observación de lo llamativo de la redacción del artículo en cuestión ya que al tratarse el consejo de vigilancia y la sindicatura de órganos de control se está frente a una superposición de funciones⁴⁵ lo que en la práctica lleva a que, en el supuesto de que una sociedad anónima abierta desee contar con un consejo de vigilancia, ésta opte por alguna de las dos opciones-se debe recordar que *a priori* para una sociedad anónima abierta la sindicatura es un órgano obligatorio mientras que el consejo de vigilancia es opcional-.

B. Organismos gubernamentales

Las instituciones de gobierno también pueden adoptar medidas que hagan frente a los costos de agencia ocasionados por los gerentes generales en las sociedades anónimas abiertas. La modalidad más utilizada para ello es la creación de normativa⁴⁶-incluye las normas base y la reglamentación de ellas-.

En primera instancia una medida que podría tomar la CNV es la de emitir una nueva resolución general que reglamente al decreto 677/2001 de forma adicional a lo ya realizado por las resoluciones generales 400/02,401/02, 402/02 y 606/12 de la CNV. En otras palabras, recordando lo señalado *supra*⁴⁷, es recomendable ampliar las disposiciones que conforman un cuerpo legal similar a

⁴⁶ Ver *supra* V.B.

⁴⁷ Ver *supra* II.B.

un Código de Gobierno Societario nacional. Las fuentes de los contenidos a agregar serían los Principios de Gobierno Corporativo elaborados por la OCDE⁴⁸ y los Principios para el Gobierno Corporativo Global de la ICGN⁴⁹.

Primeramente debería incorporarse a la nueva resolución general lo sostenido en el capítulo VI de los Principios de Gobierno Corporativo elaborados por la OCDE. Se trata de la alineación de las remuneraciones de los directores y la alta gerencia con los intereses largoplacistas de la compañía y los accionistas. Dichos salarios deben emerger de mecanismos que “(...) incluyan estándares conmensurables que priorizan los intereses a largo plazo de la empresa sobre las consideraciones de corto plazo.”⁵⁰ (OCDE: 54)

Asimismo es aconsejable recurrir a la segunda de las fuentes mencionadas en el penúltimo párrafo. En el subcapítulo 7.4 de los Principios para el Gobierno Corporativo Global de la ICGN se aborda el tópico de la gestión de los riesgos de solvencia por parte del órgano de administración. La perspectiva propuesta es una donde frente a la estrategia empresarial que el directorio y otras autoridades ejecutivas opten por seguir se evalúan los riesgos a la concreción de la misma con el acento colocado sobre la liquidez y el retorno de activos hacia los accionistas. Es ese punto de vista el que debería agregarse como complemento al Principio III de la resolución general 606/12 que plantea de modo abstracto, abarcativo y sin gran especificidad la temática del riesgo empresarial. Si la intención es salvaguardar a los accionistas y a sus inversiones la normativa debe ser clara y enfática al respecto.

VII. Conclusión

A lo largo de este último capítulo se llevará a cabo una revisión a modo de síntesis de lo expuesto *supra*. Asimismo se hará el cierre de este trabajo de graduación.

⁴⁸ Se trata de la versión 2015 de la obra.

⁴⁹ Ver *supra* II.B.

⁵⁰ Ver *supra* nota 8.

Se dio inicio al presente escrito definiendo los términos “costo de agencia”-para explicar este vocablo se abordaron los conceptos de intereses del principal y el agente y el de la separación entre la propiedad y el control-y “gobierno corporativo”, dos nociones basales para el tema sobre el que versa este trabajo de graduación, el de los costos de agencia en gobiernos corporativos. Adicionalmente respecto del concepto de “costo de agencia” se distinguió entre costos de agencia primarios-los costos de agencia directos resultado del accionar del gerente general-y los costos de agencia secundarios-los costos de agencia indirectos derivados del empleo de métodos onerosos de monitoreo y vigilancia del CEO-.

En la parte siguiente se mencionó normativa tanto nacional (*verbigracia* la Ley de Sociedades Comerciales y el decreto 677/2001) como extranjera relacionada al tópico de gobierno corporativo o gobierno societario.

La tercera sección fue destinada a un examen exhaustivo de la noción de costo de agencia. En primer lugar se ofreció casuística foránea en base a la cual, sumada a fuentes bibliográficas, se expusieron ejemplos de costos de agencia primario tales como el fraude contable o el enriquecimiento sin causa. En segunda instancia se habló sobre los costos de agencia secundarios y se ofrecieron los exponentes de compensación ejecutiva y seguro contra el mal desempeño del CEO. En tercer lugar se aludió a limitaciones a los costos de agencia primarios originados por los CEO que no implican un costo para los accionistas: mercado, leyes-mismas normas que las referidas en el acápite sobre legislación local-, riesgo de bancarrota, monitoreo de los acreedores crediticios de préstamos a favor de la empresa y las normas culturales de comportamiento de los gerentes generales. Previa a la mención de las dos últimas limitaciones referidas en la frase anterior se expuso el modelo institucionalista empleando como guía al texto de Black (1992).

Finalmente la parte número cuatro fue dedicada a las propuestas de medidas a tomar principalmente por compañías aunque también hay una mención a organismos públicos. En lo que a las empresas respecta, los mecanismos sugeridos abarcan desde la contratación de un seguro contra el mal desempeño del CEO hasta el conseguir fondos mediante emisión de deuda en

vez de apelar al *cash flow* libre⁵¹ pasando por el recurrir a órganos tales como la sindicatura, el comité de auditoría y el consejo de vigilancia y por la compensación ejecutiva. Acerca de las medidas a tomar por el gobierno la sugerencia es que se expanda con contenido novedoso y complementario el cuerpo legal compuesto por la LSC y el decreto 677/2001 y las resoluciones generales de la CNV 400/02, 401/02, 402/02 y 606/12 que constituyen una suerte de Código de Gobierno Societario Argentino. Dicho cometido se lograría incorporando elementos que figuran en los Principios de Gobierno Corporativo elaborados por la OCDE y en los Principios para el Gobierno Corporativo Global de la ICGN⁵²

Por otro lado, si se tiene en cuenta todo lo expuesto desde el inicio de este trabajo hasta el comienzo de este párrafo podrá constatarse fehacientemente que se cumplió con el objetivo propuesto para este trabajo de graduación. Dicha finalidad es la de brindar propuestas de medidas a empresas en primer lugar y organismos gubernamentales en segundo plano que reduzcan los costos de agencia originados por el accionar de los gerentes generales.

Se está en condiciones de afirmar que se cumplió con lo estipulado a lo largo del escrito primeramente dado que efectivamente se cuenta en el trabajo con iniciativas de mecanismos anti costos de agencia causados por los CEO dirigidas especialmente a empresas y en menor medida a organismos públicos; esas propuestas están explicitadas y debidamente identificadas a la vez que respaldadas por fuentes bibliográficas y normativas. Asimismo para contar con las herramientas para poder evaluar y decidir sobre la efectividad y pertinencia de las iniciativas al lector se lo provee de explicaciones de los términos que forman parte del tópico sobre el que gira el trabajo-en muchos casos incluyen ejemplificaciones-. Por último, vinculado al punto anterior, la organización y distribución de los contenidos vertidos en este escrito posee coherencia y orden claro, características que contribuyen a facilitar la comprensión de lo expuesto y a poder analizar de mejor manera si están presentes o no las propuestas de medidas en cuestión y, de estarlo como puede observarse que lo están, poder discernir de mejor forma si las iniciativas serán fructíferas o no o al menos cuál

⁵¹ Ver *supra* V.A.

⁵² Ver *supra* V.B.

será el grado estimado de éxito de cada una de ellas en lograr la reducción de costos de agencia originados por el desempeño del gerente general.

Por último acerca de la contribución que el trabajo producirá es preciso vislumbrar la gran negatividad a la que conllevan los costos de agencia primarios. Éstos en primera instancia implican un menoscabo al patrimonio de los accionistas y una reducción de activos en las arcas de la compañía. Consecuentemente existe un perjuicio al sector privado que, entre otros efectos macroeconómicos negativos, puede llevar a la reducción de la planta de trabajadores, a una menor e incluso deficiente provisión de bienes y/o servicios dependiendo el caso y, en el peor de los escenarios, a la quiebra de la firma. Se torna de vital importancia, entonces, el desplegar mecanismos y técnicas que apunten a contrarrestar a los costos primarios originados por el accionar de los CEO.

Asimismo el tópico de la discrecionalidad en la administración de activos por parte de los gerentes generales es uno que goza de gran vigencia y no se cuenta con evidencia que deje de ser un tema actual puesto que no hay indicios que la figura del CEO tal como la conocemos se modifique en lo que a potestades se refiere en el futuro cercano. El aporte de este escrito por lo tanto cuenta con el valor de ser una contribución a una problemática contemporánea y no a un inconveniente obsoleto.

Bibliografía

Artículos

- Bebhuk, L.A. y Fried, J.M. (2003) “*Executive Compensation as an Agency Problem.*” *Journal of Economic Perspective*, 17:3, 71-92 [en línea] (consultado por última vez el 15 de junio de 2016, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436555>).
- Bebhuk, L.A., Fried, J.M. y Walker, D.I. (2002) “*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*” .*University of Chicago Law Review*, 69:3, 751-846 [en línea] (consultado por última vez el 16 de junio de 2016, disponible en <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebhuk/pdfs/2002.Bebhuk.Fried.Walker.ChicLR.Managerial.Power.pdf>>)
- Black, B. (1992) “*Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Voice.*” *UCLA Law Review*, 39, 811-893 [en línea] (consultado por última vez el 11 de mayo de 2016, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1132082>).
- Davis, S. (2014) “*Adelphia Communications Corporation Scandal*” [en línea] (consultado por última vez el 8 de mayo de 2016, disponible en <http://www.academia.edu/6887571/Adelphia_Communications_Corporation_Scandal>).
- Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983) “*Separation of Ownership and Control.*” *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325 [en línea] (consultado por última vez el 17 de abril de 2016, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034>).
- Jensen, M.C. (1986) “*The Takeover Controversy: Analysis and Evidence.*” *Midland Corporate Finance Journal*, 4:2, s.p. [en línea] (consultado por última vez el 23 de mayo de 2016, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173452>).
- Jensen, M.C. (1986) “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*” *American Economic Review*, 76:2, 323-329 [en línea] (consultado por última vez el 29 de mayo de 2016, disponible en <<http://ssrn.com/abstract=99580>>).

- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976) “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. *Journal of Financial Economics*, 3:4, 305-360 [en línea] (consultado por última vez el 12 de abril de 2016, disponible en <<http://ssrn.com/abstract=94043>>).
- Lozano García, M.B., Hidalgo, A.M. y Pindado García, J. (2004) “El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución” *Revista ICE*, 813, 225-245 [en línea] (consultado por última vez el 31 de mayo de 2016, disponible en <http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_813_225-245_33662E6CDDE889A59486E4CDB2931338.pdf>).
- Martínez, C. J. (2006) “Costos de Agencia: de las finanzas a la política.” [en línea] (consultado por última vez el 6 de abril de 2016, disponible en <http://www.palermo.edu/economicas/pdf_economicas/cbrs/cbrs_viejos/UP-CBRS_costos_agencia_politica.pdf>).
- Rivera Godoy, J.A. (2002) “Teoría de la estructura del capital.” *Revista ICESI*, 84, 31-60 [en línea] (consultado por última vez el 7 de abril de 2016, disponible en <https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/93/html>).
- Romar, E. J. y Calkins, M. (2006) “*Worldcom Case Study Update*” [en línea] (consultado por última vez el 7 de mayo de 2016, disponible en <<https://www.scu.edu/ethics/focus-areas/business-ethics/resources/worldcom-case-study-update/>>).

San Andrés

Libros

- Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R. (2009). “*Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*”. En *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. (2da edición) Oxford: Oxford University Press. [en línea] (consultado por última vez el 1 de junio de 2016, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436555>).
- Banco de Desarrollo de América Latina (2013). *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*. (3ra edición) [en línea] (consultado por última vez el 26 de junio de 2016, disponible en <http://publicaciones.caf.com/media/25389/lineamientos_codigo_latinoamericano.pdf>).

- CACG *CACG Guidelines. Principles for Corporate Governance in the Commonwealth. Towards global competitiveness and economic accountability.* (1999) [en línea] (consultado por última vez el 26 de junio de 2016, disponible en <http://www.ecgi.org/codes/documents/cacg_final.pdf >).
- ICGN *Global Governance Principles* (2014) [en línea] Londres: *International Corporate Governance Network* (consultado por última vez el 26 de junio de 2016, disponible en <https://www.icgn.org/file/65/download%3Ftoken%3DDY_GHtEO>).
- OCDE y G20 (2015). *Principios de gobierno corporativo.* [en línea] (consultado por última vez el 26 de junio de 2016, disponible en <<http://centrogobiernocorporativo.uc.cl/Actualidad/g20oecdprincipiosdegobierncorporativo.html>>).
- Smith, A. (1987). *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones* (trad. Gabriel Franco) (1ra edición). Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Villegas, C. A. (1993). *Derecho de las sociedades comerciales. Comentario al texto ordenado de la ley 19.550, reformada por la ley 22.903, según Decreto 841/84* (6ta edición actualizada). Buenos Aires: Abeledo-Perrot.

Universidad de

San Andrés

Normativa

- Ley n° 26.994 (Código Civil y Comercial de la Nación) (B.O. 8/10/2014)
- Ley n° 19.550 (Ley de Sociedades Comerciales) con texto ordenado por el Anexo del Decreto N° 841/84 (B.O. 30/03/1984) con las modificaciones introducidas por normas posteriores al mismo.

Otras fuentes

- *A guide to corporate scandals* (5 de julio De 2002) [en línea] (consultado por última vez el 6 de mayo de 2016, disponible en <<http://www.economist.com/node/1224700>>).
- *Bristol Myers settles conspiracy charge* (15 de junio de 2005) [en línea]. (consultado por última vez el 10 de mayo de 2016, disponible en

http://www.nbcnews.com/id/8232237/ns/business-corporate_scandals/t/bristol-myers-settles-conspiracy-charge/#.V4GqRvnhDVS>).

- *Chief Legal Officer* (s.f.). En *Investopedia* [en línea] (consultado por última vez el 13 de mayo de 2016, disponible en <http://www.investopedia.com/terms/c/chief-legal-officer.asp> >).
- *Fiduciary duty* (s.f.). En *Cornell University Law School Legal Information Institute* [en línea] (consultado por última vez el 12 de mayo de 2016, disponible en https://www.law.cornell.edu/wex/fiduciary_duty>).
- *Former Vivendi CEO Messier convicted for misleading investors* [en línea] (21 de enero de 2011). (consultado por última vez el 11 de mayo de 2016 , disponible en <http://www.france24.com/en/20110121-former-vivendi-ceo-convicted-misleading-investors-misusing-funds-messier-bronfman-messier>>).
- Foro Mundial de Gobierno Corporativo (2005). *Definiciones de gobierno corporativo* [en línea]. Washington: *World Bank Office of the Publisher* (consultado por última vez el 19 de abril de 2016, disponible en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f7eb5b8048a7e663a64fe76060ad5911/Toolkit2_Spanish_Tom1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f7eb5b8048a7e663a64fe76060ad5911>).
- Paturis, P. *Corporate Scandal Sheet* (26 de agosto de 2002) [en línea] (consultado por última vez el 7 de mayo del 2016, disponible en <http://www.forbes.com/2002/07/25/accountingtracker.html>>).
- Ross Sorkin, A. *2 Top Tyco Executives Charged With \$600 Million Fraud Scheme* (13 de septiembre de 2002) [en línea] (consultado por última vez el 13 de mayo de 2016, disponible en <http://www.nytimes.com/2002/09/13/business/2-top-tyco-executives-charged-with-600-million-fraud-scheme.html?pagewanted=all>>)
- Schuster, A (2003). *Código Argentino de Gobierno Corporativo*. [en línea] (consultado por última vez el 30 de abril de 2016, disponible en <http://www.iago.org.ar/comercio29/html/734991643107.pdf>>).

- *Shirk* [def. 2]. (s.f.). En *Merriam Webster Online* [en línea] (consultado por última vez el 14 de junio de 2016, disponible en <<http://www.merriam-webster.com/dictionary/shirk>>).
- *Special Purposed Vehicle/Entity* (s.f.). En *Investopedia* [en línea] (consultado por última vez el 7 de mayo de 2016, disponible en <<http://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>>).
- *Staggered board* (s.f.). En *Investopedia* [en línea] (consultado por última vez el 13 de mayo de 2016, disponible en <<http://www.investopedia.com/ask/answers/05/staggeredboard.asp> >).
- *The Parmalat Scandal* (24 de junio de 2011) [en línea] (consultado por última vez el 12 de mayo de 2016, disponible en <<http://www.worldfinance.com/home/special-reports-home/the-parmalat-scandal>>).



Universidad de
San Andrés

Índice temático

Agradecimientos.....	1
Capítulo I: Introducción.....	2
A. Definiciones.....	3
Capítulo II: Plexo normativo nacional e internacional.....	8
A. Legislación local.....	8
B. Legislación extranjera.....	9
Capítulo III: Costos de agencia primarios.....	10
A. Casuística.....	10
1. Estados Unidos.....	10
a. Enron.....	10
b. WorldCom.....	12
c. Adelpia Communications.....	13
d. Bristol Myers Squibb.....	14
e. Tyco.....	15
2. Francia.....	16
a. Vivendi.....	16
3. Italia.....	18
a. Parmalat.....	18
B. Manifestaciones.....	19
1. Fraude contable.....	19
2. Fraude bursátil.....	20
3. Enriquecimiento sin causa.....	20
4. <i>Cash flow</i> libre.....	21
5. <i>Empire building</i>	21
6. <i>Shirking</i>	22
7. <i>Insider trading</i>	22
8. Otras manifestaciones.....	23
Capítulo IV: Costos de agencia secundarios.....	23
A. Exponentes.....	24
1. Compensación ejecutiva.....	24
2. Seguro contra mal desempeño del CEO.....	26

Capítulo V: Otras limitaciones a los costos de agencia.....	26
A. Mercados.....	27
B. Leyes.....	28
C. Riesgo de bancarrota.....	29
D. Institucionalismo.....	29
E. Limitaciones adicionales a los costos de agencia primarios.....	34
Capítulo VI: Propuestas de medidas.....	35
A. Compañía.....	35
B. Organismos gubernamentales.....	39
Capítulo VII: Conclusión.....	40
Bibliografía.....	44



Universidad de
San Andrés