

Capítulo 9. Sociedades

| | |
|---|----|
| Introducción | 2 |
| 1. Tipos de sociedades | 2 |
| 1.1. Variedad de la razón de ser del empresario social | 2 |
| 1.2. Sociedades “abiertas” y “cerradas” | 3 |
| 2. Las sociedades “abiertas” | 4 |
| 2.1. Ventajas de la sociedad abierta | 4 |
| 2.2. Conflictos y costes de agencia | 5 |
| 2.3. Atributos estructurales que facilitan el control | 5 |
| 2.4. La supervisión interna y organizativa | 6 |
| 2.4.1. Junta de accionistas y consejo de administración | 7 |
| 2.4.2. Supervisión mediante intermediarios organizativos | 10 |
| 2.5. Supervisión por el mercado | 11 |
| 2.5.1. El papel de la bolsa de valores | 11 |
| 2.5.2. El mercado de control societario | 12 |
| 3. Las sociedades “cerradas” | 14 |
| 3.1. Naturaleza de las sociedades cerradas | 14 |
| 3.1.1. Características | 14 |
| 3.1.2. Ventajas y costes | 15 |
| 3.2. Ventajas de especialización | 16 |
| 3.2.1. Especialización financiera: El papel de la limitación de responsabilidad | 16 |
| 3.2.2. Especialización gerencial | 17 |
| 3.3. Conflictos y costes de agencia | 17 |
| 3.4. Soluciones | 18 |
| 4. Las sociedades abiertas con propiedad concentrada | 19 |
| 5. La empresa cooperativa: Limitaciones de la aportación no especializada de recursos | 22 |
| 5.1. Financiación no especializada | 23 |
| 5.2. Control no especializado | 24 |

Introducción

Gran parte de las empresas modernas y casi todas las de gran tamaño han adoptado la forma de sociedad mercantil. De hecho, la historia de la empresa capitalista es difícilmente separable de la historia de estas sociedades. Es el momento de profundizar en su análisis, examinando cómo el contrato de sociedad desarrolla su papel organizador de la aportación de recursos mediante un conjunto de procedimientos para la toma de decisiones, constituyendo así el paradigma de lo que en el capítulo #tercero denominábamos “contrato relacional”. La sección final examina la naturaleza y limitaciones de la empresa cooperativa.

1. Tipos de sociedades

1.1. Variedad de la razón de ser del empresario social

Al estudiar las sociedades mercantiles, se suele centrar la atención en su papel como instrumento que sirve para organizar las relaciones entre quienes aportan capital, quienes asumen el riesgo y quienes ejercen el control. Esta visión, aunque fundamental, es incompleta. Los contratos de sociedad, concretados en los “estatutos” sociales, regulan además otras relaciones a largo plazo entre distintos participantes empresariales. En todo caso, las sociedades constituyen un ejemplo típico de contrato relacional, en el sentido de que el objetivo que persiguen tanto el contrato fundacional —los estatutos sociales— como las leyes de sociedades es el de establecer reglas y procedimientos de decisión, más que el de prever soluciones a problemas concretos¹.

Generalizando este planteamiento, la razón de ser de la forma societaria ha de buscarse en la necesidad de reunir esfuerzos, fundamentalmente recursos de capital, pero también, a menudo, trabajo. El contrato de sociedad —y, en consecuencia, la forma social de empresa— viene a ser desde este punto de vista un instrumento genérico, mediante el cual se puede repartir el producto y establecer conjuntos diversos de reglas de decisión.

De este modo, los distintos tipos de contratos de sociedad y las muy diversas estructuras de decisión, control e incentivo que con ellos se configuran permiten organizar eficientemente la cooperación en todo tipo de proyectos de recursos de todo tipo, principal pero no únicamente los de naturaleza financiera. Baste señalar algunos ejemplos ajenos a la acumulación de capital financiero: (1) Las sociedades

¹ #Conviene advertir que esta concepción del contrato relacional, común en la literatura inspirada por la obra de Oliver Williamson, difiere de la acepción común en la teoría económica en la que se contempla como contrato relacional aquel en el que no interviene un tercero (el juez) en su *enforcement*.

permiten la creación de mecanismos eficientes para tomar decisiones y repartir el producto, que pueden también contemplarse como el mantenimiento de una acumulación previa de capital. Es éste el caso de la sociedad creada por un empresario individual antes de transmitir la propiedad de la empresa a sus hijos, quienes, a partir de su fallecimiento, son los socios de la sociedad. (2) El contrato de sociedad sirve también para reunir eficientemente la cooperación de trabajo y capital, como ocurre con las sociedades creadas por dos socios, uno de los cuales aporta capital y el otro su trabajo. (3) Asimismo, la función primordial de algunas sociedades es la acumulación de trabajo o, mejor dicho, de capital humano. Ocurre así en las sociedades creadas por varios abogados especializados en distintas áreas del derecho (mercantil, penal) para compartir gastos comunes (secretaría, teléfono, o limpieza) y/o para proveer un conjunto más completo de servicios a una misma clientela. (4) El contrato de sociedad se utiliza asimismo para instrumentar eficientemente la simple organización de actividades conjuntas. Sirven esta finalidad, por ejemplo, las sociedades fundadas por dos o más empresas para desarrollar en equipo un nuevo producto o presentarse a un concurso público y construir una gran infraestructura, como el metro de una ciudad. (5) A veces, las sociedades incluso se constituyen tan sólo para evadir obligaciones, como ocurre con las creadas para eludir impuestos o, en general, restricciones legales de todo tipo.

1.2. Sociedades “abiertas” y “cerradas”

El análisis económico intenta evaluar las posibilidades de los distintos tipos de formas organizativas —en este caso, los diversos tipos de sociedades— con el fin de prever su capacidad de adaptación a diversos entornos y situaciones del mercado. Una clasificación útil desde este punto de vista es la que distingue entre sociedades más o menos “abiertas” o “cerradas” dependiendo fundamentalmente de que la salida de los socios de la sociedad sea más o menos fácil. Esta facilidad de salida se refiere tanto a criterios jurídicos (por ejemplo, el grado en que puede ser decidida libremente por cada socio sin necesidad de consultar a los demás o a la sociedad, o sin sujetarse a restricciones; o la existencia de derechos de tanteo por parte de los demás socios) como económicos (en un sentido global, el coste de transacción; en un sentido más estricto, el margen o *spread* entre precios de compra y de venta).

En el caso límite, la sociedad “abierta” no sólo cotiza en bolsa, por lo que es muy fácil salir de ella, sino que tiene muy disperso el accionariado, de tal modo que la especialización de propiedad y control es máxima. Esta sociedad abierta es un tipo relativamente claro, al contrario que la sociedad cerrada. Si representamos estos tipos de sociedad en una recta, la sociedad abierta acotaría uno de sus extremos, pero el otro extremo queda más difuso, pues la sociedad cerrada es un tipo menos definido, que engloba realidades muy heterogéneas, a menudo con escasas propiedades comunes. Por ejemplo, muchas de ellas en lugar de varios socios tienen un único empresario individual, quien adopta la forma jurídica societaria tan sólo para dotarse de responsabilidad limitada frente a aquellos acreedores que no exijan garantías específicas.

Esta claridad de las características que presenta la sociedad abierta hace que presente especial interés como objeto de estudio. Por tratarse de un tipo extremo, es fácil de caracterizar y nos será útil como referencia al estudiar tanto las sociedades “cerradas” como las soluciones intermedias, como son las mayoría de las grandes empresas europeas, en las que uno o varios accionistas cuentan con participaciones importantes y ejercen un control activo, un tipo que analizaremos en la sección 4.

2. Las sociedades “abiertas”

En estas sociedades abiertas propiamente dichas, el capital está repartido entre multitud de accionistas, de modo que en el límite ninguno supervisa a la dirección². Por el contrario, los accionistas se especializan en asumir riesgos y los directivos en tomar decisiones, sin participar estos últimos sustancialmente en el capital. La clave para la prosperidad de este tipo de empresa reside en aprovechar las ventajas de esa especialización de funciones a la vez que se contienen los costes de intercambio derivados del conflicto de intereses que origina. Especializar propiedad y control significa que cada accionista sigue siendo propietario en cuanto a las consecuencias económicas, pues asume el riesgo residual, pero sus derechos de decisión están limitados al ejercicio reglado de sus “derechos políticos” (votar en la junta general de accionistas y ser representado en el consejo de administración).

2.1. Ventajas de la sociedad abierta

Especializar las funciones de control y asunción de riesgos entre accionistas y directivos conlleva importantes ventajas³.

En primer lugar, de tipo financiero, ya que, (1) al asumir los accionistas las funciones de aportar el capital y por tanto asumir los riesgos, se evita la limitación de capital que imponen el patrimonio individual y los costes contractuales de la deuda en las empresas individuales y las sociedades en que los socios han de controlar la actividad. Además y con carácter más fundamental, (2) se favorece la diversificación de riesgos. Ello posibilita adoptar decisiones de inversión óptimas: cuando los accionistas reparten su patrimonio en múltiples empresas, es óptimo para ellos que, al elegir proyectos de inversión, estas empresas consideren sólo el riesgo no diversificable y por tanto inevitable de tales proyectos (por ejemplo, el asociado a una crisis económica mundial), pero no el evitable mediante una adecuada diversificación de los patrimonios de los individuos (por ejemplo, el riesgo de que el fracaso de una nueva línea de productos lleve a la empresa a la quiebra). Por el contrario, cuando los accionistas tienen sus patrimonios concentrados en una sola empresa querrán que ésta considere ambos tipos de riesgo al elegir sus proyectos, desaprovechando así oportunidades rentables de inversión.

En segundo lugar, la separación de accionistas y directivos permite también aprovechar las posibilidades de especialización en tareas gerenciales. Con ello se evitan los problemas derivados de que, con frecuencia, no coinciden en una misma persona patrimonio y disponibilidad o habilidad directiva, tanto si esta última es innata como si ha de ser adquirida mediante inversiones en capital humano. La especialización de funciones fomenta así la producción y el empleo eficiente de las informaciones que son necesarias para tomar decisiones.

² En este capítulo emplearemos el término “directivos” para hacer referencia a quienes ejercen el control de una sociedad sin ser propietarios de las acciones. Podríamos considerar que existe una diferencia sustancial entre la figura más económica y empresarial del directivo o *manager* y la jurídica del administrador, o bien tener en cuenta diversos tipos de administradores, considerando éstos como los miembros del consejo de administración, como se hace en el apartado #2.4.1. Sin embargo, para nuestros propósitos estas distinciones son innecesarias.

³ Véanse, principalmente, Fama y Jensen (1985, 1983a y 1983b).

2.2. Conflictos y costes de agencia

Como contrapartida a estas ventajas, la especialización de las funciones propias de directivos y accionistas origina un conflicto de intereses entre ellos, ya que los primeros deciden sobre bienes ajenos, actuando como simples agentes de los segundos. Además, el capital de la sociedad se encuentra repartido entre gran número de accionistas, de modo que ninguno tiene el control mayoritario. Los incentivos de cada accionista para controlar a la dirección son deficientes, ya que no les sería posible apropiarse de más que una parte mínima de los beneficios que produciría su esfuerzo individual de control.

En ausencia de salvaguardias, los intereses de accionistas y directivos son opuestos al menos en cuanto al consumo de recursos y el riesgo:

Respecto al consumo, todo gasto en beneficio de los directivos es rival del que podrían hacer los accionistas si esos recursos se distribuyeran como dividendos. El carácter de estos gastos es variopinto. Es posible que los directivos logren una retribución por encima del precio de mercado, o unas condiciones de trabajo excesivas; o que desvíen y se apropien recursos de la empresa; o que compitan con ella, utilizando información lograda en el desempeño de su labor directiva; o bien que aprovechen por cuenta propia oportunidades de negocio que han descubierto como consecuencia de su labor en la empresa.

Respecto al riesgo, si los directivos son más aversos al riesgo que los accionistas, tendrán intereses divergentes en cuanto a las decisiones estratégicas. Por un lado, en la sociedad anónima abierta podemos suponer que los accionistas son neutrales al riesgo, pues pueden diversificar fácilmente su patrimonio, adquiriendo acciones en varias compañías. Es razonable pensar, en cambio, que los directivos tengan, relativamente, más dificultades para diversificar. Un motivo principal es que gran parte de su capital humano toma la forma de conocimientos y habilidades específicos a la empresa y su valor se esfumaría si perdieran sus puestos. Sus empleos suelen, en efecto, proporcionarles cuasi-rentas, como fruto de inversiones previas o de la existencia de sistemas de motivación basados en remuneración diferida o en torneos competitivos. Como consecuencia, su interés primordial tiende a residir entonces en mantener su posición. Este interés se manifiesta en decisiones financieras y de inversión en exceso conservadoras. Un objetivo esencial suele ser el de minimizar el riesgo de insolvencia. Para ello, les conviene retener dividendos (dotar reservas en lugar de distribuir beneficios) y, correspondientemente, mantener un bajo nivel de endeudamiento. En cuanto a las decisiones de inversión, el interés de los directivos en reducir riesgos les lleva con frecuencia a diversificar la actividad de la empresa, adquiriendo otras empresas o entrando en mercados distintos. En ausencia de sinergias productivas entre las viejas y las nuevas actividades, esta diversificación de activos empresariales no favorece a los accionistas, quienes ya tenían entera libertad para diversificar por sí mismos su cartera de acciones.

2.3. Atributos estructurales que facilitan el control

Para limitar el conflicto de intereses entre directivos y accionistas se emplean dos tipos de mecanismos: la supervisión interna u organizativa de los directivos efectuada por los accionistas o sus representantes, y la supervisión externa, más o menos automática, que efectúa el mercado. La supervisión interna se basa en dos órganos básicos —la junta de accionistas y el consejo de administración—, y en el desarrollo de

estructuras organizativas especializadas en el control, como son típicamente los grupos formados por bancos y empresas industriales. La supervisión externa, por otro lado, se sirve de dos soluciones derivadas del funcionamiento libre del mercado: la contratación bursátil y la competencia por el control de las propias sociedades.

El funcionamiento de ambos tipos de mecanismos supervisores se apoya en dos propiedades esenciales de la sociedad anónima abierta: la responsabilidad limitada de los accionistas y la práctica ausencia de restricciones en la venta de sus acciones:

- a) *La limitación de responsabilidad.* El que la responsabilidad del accionista esté limitada al valor de su participación en la empresa limita, por un lado, el conflicto entre accionistas y directivos, pues, en el peor de los casos, los directivos sólo podrán dilapidar el valor neto de la compañía, pero nada más. Y, por otro lado, hace posible la incorporación a la sociedad sin que cada pequeño accionista haya de vigilar la situación patrimonial ni de la empresa ni de los demás accionistas, vigilancia que sería imprescindible en caso de responsabilidad ilimitada. (Alternativamente, bajo un régimen de responsabilidad ilimitada, los socios más ricos estarían aportando mayor garantía; y, además, existiría un incentivo para situar los patrimonios personales fuera del alcance de los acreedores de la sociedad).
- b) *La enajenabilidad de las acciones.* En la sociedad anónima con cotización, el accionista es libre para vender las acciones. Esta venta no sólo carece de restricciones legales⁴, sino que puede efectuarse a bajo coste porque la negociación de las acciones en bolsa hace que su contratación sea muy líquida, de modo que el precio apenas se ve afectado por las decisiones de venta de cada accionista individual. Esta facilidad con la que se pueden vender las acciones y su consiguiente negociabilidad favorecen la especialización de funciones entre accionistas y directivos de varias maneras: (1) Por un lado, permite la formación del consenso social, ya que los disidentes con la política mayoritaria no están obligados a permanecer en la sociedad. (2) Por otro, la cotización en bolsa proporciona una estimación constante del valor de la empresa, lo que constituye un mecanismo gratuito de control, utilizable por los accionistas e inversores para valorar la calidad de la gestión. Y (3), por último, hace viables las operaciones del mercado de control societario, en las que un equipo gerencial alternativo propone a los accionistas comprarles sus acciones mediante una “oferta pública de adquisición” (lo que se conoce como “OPA”), cuando considera que los directivos actuales no maximizan el valor de las acciones. Se analiza con mayor detalle el funcionamiento de este mercado de control en la sección #2.5 de este mismo capítulo.

2.4. La supervisión interna y organizativa

Como sucede en toda relación de agencia, el conflicto entre accionistas y directivos se reduce notablemente si las partes dotan a su relación con una estructura eficaz de salvaguardia. En las sociedades anónimas abiertas, contribuyen a esta salvaguardia

⁴ Sí existen, por imperativo legal, restricciones a la venta por separado de cada uno de los derechos que incorpora la acción (por ejemplo, el de voto), lo que puede restringir el logro de las ventajas potenciales de la especialización de funciones, pero también atenuar el conflicto potencial.

interna tanto los mecanismos de supervisión (juntas de accionistas, consejos de administración) como los de motivación (planes de incentivos).

2.4.1. Junta de accionistas y consejo de administración

El mecanismo supervisor más fundamental se articula mediante dos órganos de decisión directa e indirecta por los accionistas, a los que se reserva el derecho a tomar las decisiones más importantes y supervisar las que toman los directivos. Se trata de la junta de accionistas y del consejo de administración. Los accionistas de las sociedades anónimas abiertas suelen delegar la mayor parte de las decisiones de control en el consejo. Por su parte, la junta se reserva tan sólo el derecho a elegir a los miembros del consejo y algunas cuestiones fundamentales en la vida de la sociedad; por ejemplo, las relativas a la absorción y fusión de la sociedad, la emisión de nuevas acciones o las modificaciones estatutarias. Todas las demás decisiones son delegadas en el consejo, que, a su vez, delega a los directivos la mayor parte, reservándose generalmente, entre otras, las dirigidas a contratar, evaluar y retribuir a los principales directivos. Esta distribución de funciones decisorias entre accionistas, consejo y directivos es similar a la que realizan otras organizaciones respecto a su principal órgano colegiado. Sin embargo, en su versión más depurada presenta algunas características que la dotan de mayor eficacia, como pasamos a analizar.

La estructura de los consejos de administración

En esta línea, puede resultar interesante el diseño de los consejos de administración de las sociedades anónimas anglosajonas que separan propiedad y control, y que, por su mayor desarrollo, se tiende a tomar como modelo. De sus pautas organizativas, destaca como la más esencial la presencia de consejeros externos, que se emplea con objeto de aumentar su eficacia. Dichos consejeros son supuestamente independientes de los directivos, y sus funciones fundamentales son las de supervisar la actuación de éstos y decidir las cuestiones que pueden originar un mayor conflicto con los accionistas, como es, por ejemplo, la contratación y compensación de directivos. Se piensa que el hecho de que estos consejeros externos sean, a su vez, directivos importantes de otras organizaciones les desanima a aliarse con los directivos en la expropiación de los accionistas. Ello se debe a que, fundamentalmente, el valor de su capital humano depende de su actuación en las organizaciones en que ejercen como directivos. Su papel como consejeros externos de otras organizaciones les permite señalar su capacidad de gestión y control de decisiones en el mercado. Tales señales serán tanto más creíbles cuanto menor sea su retribución explícita como consejeros (demostrando así que ocupa el puesto por otros motivos y salvaguardando su independencia), y cuanto mayor sea la devaluación potencial que sufriría su capital humano ante un escándalo o un fracaso del proceso normal de control. (Todo ello, obviamente presupone que ambas sociedades no son competidoras. La Aplicación 9.1 ilustra las dificultades que se plantean cuando sí lo son).

Aplicación 9.1. Google en Apple

La historia reciente de Google y Apple proporciona un ejemplo del papel que representa el Consejo de Administración como salvaguardia y de cómo esta función de salvaguardia se torna inviable cuando los proveedores se transforman en competidores o van camino de serlo.

“Como es sabido, Apple produce los ordenadores Macintosh, incluidos gran parte de sus programas, los reproductores de música iPod y los teléfonos móviles iPhone, mientras que Google se hizo famosa por su homónimo buscador de Internet. Durante años, ambas empresas

colaboraron estrechamente en varios proyectos. Por ejemplo, los teléfonos de Apple incorporaron los mapas de Google. Como salvaguardia de esta cooperación, el CEO (Consejero Delegado) de Google, Eric Schmidt, entró como vocal en el Consejo de Apple en 2006. Sin embargo, al poco tiempo aumentó la competencia entre ambas empresas, la cual se intensificó, sobre todo, al lanzar Google en 2008 un sistema operativo para teléfonos móviles, y, más aún, al anunciar Google, en julio de 2009, que estaba desarrollando un sistema operativo para ordenadores. Como consecuencia, llegó un momento en que se hizo necesaria la salida del representante de Google del Consejo de Administración de Apple, salida que se concretó en agosto de 2009”.

El fundador y CEO de Apple, Steve Jobs, justificaba públicamente su salida afirmando que, a medida que “Google entre en un mayor número de los negocios nucleares de Apple, ... la efectividad de Eric [Schmidt, el CEO de Google] como vocal del Consejo de Apple se reduciría significativamente, puesto que tendría que abstenerse respecto a partes cada vez más amplias de nuestras reuniones debido a potenciales conflictos de interés”. De hecho, el CEO de Google “ha dicho públicamente que abandona la sala de reuniones del Consejo cuando los consejeros discuten sobre el iPhone, por ejemplo”.

Fuente: Vascellaro, Jessica E., y Yukari Iwatani Kane, “Google CEO Quits Apple Board as Line Blurs between Businesses”, *The Wall Street Journal*, 4 de agosto de 2009, p. B6.

La separación de las figuras de Presidente del Consejo y principal ejecutivo de las sociedades abiertas

Entre las posibilidades para organizar el buen gobierno corporativo de las sociedades abiertas figura la de separar en dos personas distintas las figuras de principal ejecutivo y presidente del consejo de administración. A este respecto, la opinión científica está dividida. Por un lado, se argumenta a favor de separar ambos cargos que la separación de propiedad y control propia de sociedad anónima genera problemas de agencia, los cuales se solucionan mediante la delegación de responsabilidades al principal ejecutivo de la empresa, quien opera bajo la supervisión del consejo. Por tanto, al hacer que el consejo esté presidido por otra persona se le hace más eficaz en esa labor supervisora. Además, el tener dos cargos diferentes aporta diversidad de opiniones, y ésta puede mejorar la toma de decisiones. Por otro lado, en sentido contrario, se cree que la fusión de ambos cargos en una sola persona define mejor el liderazgo de la empresa, lo que agiliza la toma de decisiones, y facilita que se tenga en cuenta información específica que no siempre está al alcance ni es fácil de transmitir a un presidente no ejecutivo. En cambio, la separación de cargos genera confusión, entorpece la toma de decisiones y reduce los incentivos del principal ejecutivo.

Todos estos factores introducen pues una dosis notable de contingencia contextual en la optimidad de una u otra solución: la optimidad de separar ambos cargos depende de las circunstancias de la empresa y su entorno. De modo coherente con esta contingencia contextual, los datos empíricos sobre el asunto son ambiguos, como corresponde a la presencia de factores de signo opuesto, los cuales llevan a que la solución adecuada difiera según cual sea la situación de cada empresa y su entorno competitivo e institucional. Si bien diversos estudios observan que las empresas que separan los dos cargos obtienen mejores resultados (Rechner y Dalton, 1991), estas observaciones padecen problemas. Por ejemplo, es discutible cuál es la causa y cuál la consecuencia: si bien observan una correlación positiva, ésta puede deberse a que la separación de cargos favorece buenos resultados pero también a que los buenos resultados (cuya causa sería irrelevante para esta discusión) dan pie a que los ejecutivos de esas empresas puedan permitirse el adorno inútil de adoptar una práctica de gobierno corporativo que algunos expertos consideran positiva. Además, otros estudios empíricos no encuentran diferencias en los resultados de las empresas según separen o no ambos cargos (Baliga, Moyer y Rao, 1996), o encuentran diferencias positivas a favor de que los asuma una sola persona (Kang y Zardkoohi, 2005). Constatan asimismo diferencias notables entre países. Documentan, por ejemplo, que hasta un 80% de las empresas estadounidenses los fusionan. De igual modo, en España, el porcentaje de empresas que tienen presidentes con funciones ejecutivas ha ido oscilando entre el 68% y el 75% entre 1996 y 2010 (Spencer Stuart, 2010, p. 10). La evidencia también indica que las empresas que los separan suelen hacerlo al contratar un nuevo ejecutivo, de modo que el antiguo permanece como presidente del consejo para apoyar y supervisar la transición; y, si el nuevo hace un buen trabajo, acaba ocupando los dos cargos (Brickley, Coles y Jarrell, 1997). En cierto modo, estas empresas usan el puesto de presidente como un incentivo para su principal ejecutivo, lo que refuerza la duda precitada acerca del origen de la causalidad.

Por el contrario, la separación está especialmente contraindicada cuando la empresa necesita un liderazgo fuerte: cuando está en crecimiento u opera en entornos complejos donde hay mucha competencia (Kang y Zardkoohi, 2005, p. 794). Se observa, por ejemplo, cómo es más probable que fusionen cargos las empresas cuando aumenta su complejidad organizativa (medida por el tamaño de la

empresa, el ratio de inversión fija sobre activos y las oportunidades de crecimiento)⁵. Asimismo, las empresas tienden a fusionar dichos cargos cuando los recursos son escasos y en entornos complejos y dinámicos, pues requieren una dirección fuerte que permita responder con rapidez a los cambios que experimente el entorno de la empresa. Una evaluación reciente de la literatura concluía en contra de una regla imperativa de separación de cargos (Adams, Hermalin y Weisbach, 2010, pp. 81-82), la cual vendría a impedir que las empresas pudieran aplicar la solución mejor adaptada a su situación.

El papel de los incentivos

Para ajustar los intereses de los directivos a los de los accionistas es corriente emplear incentivos económicos, ligados más o menos directamente al valor de las acciones, como son la participación en beneficios o en el capital y la entrega de acciones u opciones de compra de acciones. En el caso de las sociedades abiertas, el funcionamiento de estos sistemas cuenta con una ventaja importante: la evolución de la cotización bursátil de las acciones de la sociedad (medida en términos relativos al curso del mercado) proporciona un indicador del rendimiento más fiable que los indicadores contables empleados para gerentes divisionales y para los directivos principales de las sociedades cerradas.

Sin embargo, como suele ocurrir con todo tipo de incentivos, estos sistemas padecen dificultades. Por un lado, se suele pensar que incrementan la concentración de riesgos en los directivos y, por lo tanto, asignan el riesgo de manera “ineficiente” e incentivan a los directivos a tomar decisiones excesivamente conservadoras⁶. Por otro lado, en realidad quizá su principal defecto es que su graduación es difícil. En este sentido, ha de tenerse en cuenta que los incentivos intensos, como suelen ser los establecidos mediante opciones, pueden incitar a los directivos a tomar decisiones que incrementan el valor bursátil de las acciones a corto plazo, pero que no lo incrementan, o incluso lo reducen a largo plazo, así como, superando su supuesta aversión al riesgo, a asumir riesgos excesivos, llevándoles incluso a adoptar proyectos de inversión no rentables. (Por ejemplo, en el caso en que se decidieran a apostar la viabilidad de un banco a los cambios en el tipo de interés o a la evolución del ciclo económico, como parece haber ocurrido de forma recurrente en numerosas crisis bancarias: véase la Aplicación 9.2).

Debido a estas dificultades, los incentivos han de verse más como un paliativo, y no como un remedio. Por ello, para ser eficaces han de ser gestionados con cuidado y continuidad. Requieren entonces, la existencia de una estructura eficaz de control, que, en el caso de las sociedades abiertas, toma la forma, cuando menos, de un comité de remuneraciones, formado por consejeros en verdad independientes.

Aplicación 9.2. Incentivos en el sector financiero

La Comisión Europea ha establecido unas pautas para las políticas de remuneración de las entidades financieras en las que considera, entre otros muchos factores, que (2) Las prácticas de remuneración seguidas en buena parte del sector de los servicios financieros han sido contrarias a una gestión sólida y efectiva de los riesgos. Esas prácticas han tendido a recompensar los beneficios a corto plazo y a ofrecer incentivos al personal para que emprenda actividades anormalmente arriesgadas que producen alta

⁵ Véase Boyd (1995) y Faleye (2007).

⁶ Es de interés señalar, en este sentido, que una manera implícita y más equilibrada de incentivar a los directivos puede ser la tolerancia con la contratación privilegiada en Bolsa o *insider trading*. Se ha argumentado que éste constituye una herramienta automática de motivación (Manne, 1966); como tal, puede animar a los directivos aversos al riesgo a adoptar estrategias arriesgadas, corrigiendo así su conservadurismo inversor. Para una discusión del tema, véase, por ejemplo, Easterbook (1985).

rentabilidad a corto plazo pero que exponen a las entidades financieras al riesgo de sufrir grandes pérdidas a largo plazo.... [y] (14) La política de remuneración debe tender a alinear los objetivos propios de los miembros del personal con los intereses a largo plazo de su entidad financiera. La valoración de los componentes de la remuneración basados en el rendimiento debe centrarse en los resultados a largo plazo y ha de tener en cuenta los riesgos más importantes asociados a esos resultados. La evaluación de estos últimos tiene que inscribirse en un marco plurianual (por ejemplo, de entre tres y cinco años) para poder garantizar que en ella se atiende a los resultados a largo plazo y que el pago efectivo de los componentes basados en el rendimiento se reparta a lo largo del ciclo económico de la entidad.”⁷

Preguntas de reflexión: ¿Cómo modifica los incentivos de los bancos y de su personal la existencia de un seguro de depósitos cuya prima es independiente del riesgo asumido por cada banco? ¿Cómo se ven afectados los incentivos de los bancos y de su personal por la administración del tipo de interés por unos organismos de carácter técnico-político y supuestamente “independiente” como son los bancos centrales? En el caso español, ¿era sensato el nivel del tipo de interés antes de la crisis? ¿Es razonable que esta “Recomendación” ignore tanto el seguro de depósitos como esta fijación administrativa del tipo de interés?

Limitaciones del control interno

Resumiendo lo anterior, podemos concluir que la capacidad supervisora de las juntas de accionistas y los consejos de administración sufre limitaciones, que se vuelven más graves cuanto mayor es la dispersión del accionariado y por tanto la especialización de propiedad y control. Por un lado, los accionistas no tienen incentivos para supervisar directamente porque cada uno sólo percibiría una parte ínfima de los beneficios resultantes. Como consecuencia, los directivos suelen “capturar” la voluntad del órgano intermedio de vigilancia, que es el consejo de administración. Por otro lado, el buen funcionamiento de estos órganos supervisores generaría elevados costes de supervisión. Cuando éstos son realmente muy cuantiosos, se funden buena parte de las funciones respectivas de accionistas y directivos, y se pierden ventajas de la especialización. En el límite, si cada accionista hubiera de supervisar eficazmente a sus directivos, tendría que conocer bien cada empresa, y ello le impediría diversificar su patrimonio.

Aplicación 9.3. Publicidad hostil

Hace años, la empresa estadounidense Sears estaba siendo dirigida de forma un tanto incompetente. Por este motivo, un grupo de accionistas lideró una batalla electoral en la junta de accionistas (lo que en los Estados Unidos se llama una *proxy fight*, es decir, una lucha por los *proxies* o poderes de representación en junta) para modificar la composición del Consejo de Administración o, al menos, la estrategia seguida por la compañía. Su intento fracasó de forma estrepitosa. Sin embargo, los promotores de la batalla no cedieron en su empeño y optaron por poner un anuncio a toda página en el *Wall Street Journal*. En el anuncio listaban los nombres y cargos de todos los consejeros de Sears, indicando también que ellos eran los culpables de que la compañía hubiera logrado tan malos resultados y de que no se relevara a los directivos ni se cambiara la estrategia. Dieron en la diana. Los consejeros tomaron buena nota y al poco tiempo promovieron un cambio sustancial en la marcha de la compañía. La experiencia fue aplicada con éxito más tarde en otras sociedades, aunque en general sin que hiciera falta publicar el anuncio. Bastaba con la amenaza de hacerlo. El éxito del sistema depende, probablemente, de que la mayor parte de los consejeros tengan una reputación personal que proteger y que su remuneración como consejeros no sea muy elevada. En caso contrario, el riesgo de perder esa retribución al enfrentarse con los directivos les puede comportar un coste mayor que el asociado a la pérdida reputacional.

2.4.2. Supervisión mediante intermediarios organizativos

Las limitaciones propias del control interno directo hacen necesario disponer de soluciones organizativas de carácter indirecto. Estas soluciones emplean los mismos mecanismos internos de salvaguardia (juntas, consejos, incentivos), pero lo hacen

⁷ Comisión Europea, “Recomendación de la Comisión sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros”, Bruselas, 30 de abril de 2009, C(2009) 3159 (<http://bit.ly/oP8t7d>, visitada el 10 de agosto de 2011).

mediante empresas especializadas total o parcialmente en asumir un papel supervisor de forma activa. Estas empresas tienen como denominador común el de que logran atenuar los problemas de acción colectiva que sufren los accionistas individuales. Para ello, suelen concentrar el uso de los derechos políticos mediante distintas fórmulas jurídicas y organizativas.

Entre las variedades más características de esta supervisión organizativa figuran el papel de los bancos universales en Alemania; el de los grupos familiares que controlan muchas grandes empresas de los Países Bajos, Escandinavia e Italia; la peculiar estructura empresarial japonesa; o la actuación de los inversores institucionales en todos los países. En España, representaron un papel similar los grupos bancarios, con el complemento de una elevada intervención del Estado. Sin embargo, este modelo dio síntomas de agotamiento tras la entrada en la Unión Europea⁸; y ha ido cambiando desde entonces, mediante un doble proceso de compraventa de empresas y extensión normativa. También son soluciones organizativas varias figuras característicamente estadounidenses, lo que nos habla de su complementariedad con la supervisión a través del mercado. Éste fue el caso de gran relevancia histórica de los grupos fundados por los magnates bancarios decimonónicos, que controlaban imperios empresariales mediante estructuras societarias piramidales; las empresas formadas por conglomerados multidivisionales, de moda durante los años sesenta y setenta del siglo pasado; así como los inversores activos privados (*private equity investors*, a menudo actuando como fondos de inversión) e incluso, aunque suela ser de forma transitoria, los especialistas en compras (*takeovers*) y “compras apalancadas” (*leveraged buyouts*) de grandes sociedades que analizaremos en la sección #2.5.2 del presente capítulo. Estas fórmulas organizativas han demostrado su capacidad para controlar empresas productivas. La duda principal que plantean se refiere al control último de los directivos que gobiernan las cabeceras de estos grupos de sociedades. A menudo, su situación invita a preguntarse quién o cómo se puede controlar al controlador. En ese punto, sólo cabe, a menudo, recurrir al control por el mercado mediante los mecanismos que se analizan a continuación.

2.5. Supervisión por el mercado

La conflictiva relación entre los accionistas y los directivos de las sociedades abiertas puede beneficiarse de la salvaguardia que proporciona de forma espontánea el mercado. Éste la proporciona de dos maneras: mediante el funcionamiento de la bolsa o mercado de valores y del mercado de empresas o mercado de control corporativo. Veamos cómo desarrolla su actuación antes de examinar brevemente las restricciones regulatorias a las que está sujeta.

2.5.1. El papel de la bolsa de valores

Al facilitar la compra-venta de acciones, la contratación bursátil ayuda a resolver los conflictos de intereses que afectan a la sociedad anónima:

- a) *Da salida a los disidentes*. Fundamentalmente, la enajenabilidad posibilita que el accionista insatisfecho salga de la empresa. Si ello no fuese posible, se

⁸ Se ha desarrollado este punto en Arruñada (1990c, 1991 y 1993b).

vería obligado a intervenir en la gestión para cambiar su rumbo, lo que pondría en peligro la especialización de funciones y dificultaría la formación de una voluntad única respecto a las decisiones empresariales. Veremos que ésta es la situación, precisamente, de las sociedades cerradas. En cambio, en las sociedades abiertas la liquidez de los títulos es máxima y la salida puede hacerse prácticamente sin coste.

- b) *Informa de la calidad de la gestión.* En segundo lugar, la negociación bursátil de las acciones proporciona un mecanismo automático de control, ya que la cotización resume constantemente las consecuencias de las decisiones internas y los avatares del entorno sobre el valor de la empresa. Constituye así un indicador tanto de la calidad con que los directivos gestionan los recursos empresariales, como del grado en que esa gestión sirve a los intereses de los accionistas. (¿Debe considerarse la evolución de la cotización de la empresa o su evolución relativa al mercado, o a las empresas competidoras?). Como todo indicador, la cotización es un indicador imperfecto, aunque ofrece importantes ventajas, como su continuidad temporal y el que sea difícil de manipular, sobre todo si lo comparamos con el resultado contable.
- c) *Posibilita las operaciones del mercado de control.* Una tercera consecuencia de la libertad para vender las acciones es hacer posible el funcionamiento del mercado de control. Especialmente, facilita una de sus operaciones fundamentales: el que un equipo de dirección alternativo pueda presentar una “oferta pública de compra de las acciones” (OPA) directamente a los accionistas. La cotización estima el valor de la empresa bajo la dirección actual, con el cual pueden comparar los accionistas las ofertas de compra presentadas por terceros que quieran controlar la empresa.

2.5.2. El mercado de control societario

Los términos “mercado de control societario” o, simplemente, “mercado de control” designan el mercado que resulta de la competencia entre equipos de dirección alternativos por el control de las sociedades anónimas y el uso y asignación de sus recursos. En su operación más característica, tras observar que los directivos que controlan una sociedad no maximizan el valor de las acciones, otro equipo de dirección presenta directamente a los accionistas una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), ofreciéndoles una prima por encima de la cotización bursátil previa. Aunque a menudo se los califica peyorativamente como “tiburones” o “piratas”, la función económica de estos supuestos depredadores es, en muchos casos, la de descubrir, comprar y reorganizar sociedades abiertas que padecen una utilización subóptima de sus recursos, como consecuencia de un desajuste contractual en la relación entre sus accionistas y directivos.

Reducción de costes de agencia

El funcionamiento del mercado de control facilita la contratación de directivos no accionistas y favorece la especialización de las funciones de gestión y de asunción de riesgos. En ausencia de la presión exterior que ejerce la posibilidad de su intervención, para los directivos es más fácil tomar decisiones que les favorezcan personalmente, aunque perjudiquen a los accionistas. Consecuentemente, éstos anticipan esa posibilidad y se cubren contra ella, no delegando el poder de decisión o debiendo poner en práctica

costosos mecanismos de control directo. De este modo, los propios directivos se benefician de la actividad del mercado de control, ya que aumenta sus posibilidades de contratación.

Esta reducción de costes contractuales no afecta sólo al escaso número de empresas sometidas a la actuación directa del mercado de control. Su funcionamiento constituye una amenaza disciplinaria implícita, que provee un mecanismo gratuito de control para todas las sociedades. Por ello, subestimariamos su importancia si sólo tuviésemos en cuenta las situaciones de lucha por el control: la competencia potencial de equipos de dirección alternativos pone límite a la discrecionalidad de los directivos en *todas* las sociedades abiertas, y no sólo en las afectadas directamente. Por ejemplo, tras proponer el antiguo Banco de Bilbao una OPA por Banesto en 1987, los bancos no directamente afectados adoptaron enseguida medidas correctoras de diversa índole. Algún banco se apresuró a anunciar una importante ampliación de capital. Otros ampliaron sustancialmente la representación accionarial en sus consejos de administración. Asimismo, se produjeron movimientos importantes para reforzar el control de las empresas del grupo con respecto a las sociedades de cartera. Meses más tarde, se acometieron varias fusiones, algunas de ellas con intención defensiva.

Adicionalmente, es posible que el mercado de control aumente de forma indirecta la competencia en los mercados de productos. Normalmente, los directivos compiten indirectamente con otros directivos de su sector, al dirigir a sus respectivas empresas en la competencia con sus rivales. Cuando existe un mercado de control activo, es más fácil que la derrota en esta batalla competitiva implique el cese de directivos. Un mercado de control eficiente, en el que se ejerce la competencia directa entre directivos, refuerza de esta manera la competencia en los mercados de productos, al tolerar menores desviaciones respecto al empleo óptimo de los recursos.

Sustitución entre mecanismos de control y barreras al mercado de control

No cabe tratar en detalle las interacciones entre los dos grandes tipos de mecanismos de supervisión (internos y externos, organizativos y de mercado). Sí conviene mencionar, no obstante, que como en todas las relaciones contractuales, también en la relación que se establece entre accionistas y directivos los mecanismos de salvaguardia son parcialmente sustituibles entre sí. Cuando la fórmula dominante es la supervisión interna a través de intermediarios, es de esperar que los accionistas —ya se trate de bancos o de instituciones— sean más activos en su tarea supervisora. Aunque el sentido de la causalidad es discutible, parece existir una conexión entre la existencia de un mercado de control activo y una menor necesidad de supervisión directa. Por el contrario, cuando no hay mercado de control, si el accionista desea revalorizar su participación, no tiene otra salida que provocar un cambio en el rumbo estratégico de la sociedad.

También es pertinente tener en cuenta que la actividad del mercado de control se enfrenta, sobre todo en Europa continental, con barreras de índole estructural y técnica difícilmente salvables. Entre las estructurales, destacan la escasa capitalización o presencia bursátil de las empresas; la importancia de la propiedad bancaria, pública y familiar; el uso de participaciones recíprocas; y la cogestión laboral. Las barreras técnicas guardan relación con obstáculos de tipo jurídico, centrados en la falta de correspondencia entre la propiedad del capital y los derechos de voto o la posibilidad real de ejercer el control (Arruñada, 1992a, pp. 149-152).

Aplicación 9.4. Las recomendaciones de buen gobierno

El *Código unificado de buen gobierno* ha formulado unas “Recomendaciones de gobierno corporativo” para las sociedades con cotización⁹, bajo el principio de voluntariedad pero con obligación de explicar por

⁹ Disponible en el portal de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Código unificado de buen gobierno”, <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx?lang=es>, visitada el 13 de octubre de 2011

qué no se cumplen las recomendaciones (“cumplir o explicar”). A continuación, se reproducen varias recomendaciones y ejemplos de explicaciones de sendas empresas del Ibex.

Recomendación núm. 1. Que los Estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado.

El artículo 29.3 de los Estatutos Sociales dispone que ‘ningún accionista podrá emitir un número de votos superior a los que correspondan a acciones que representen un porcentaje del diez por ciento (10%) del capital social, aun cuando el número de acciones que posea exceda de dicho porcentaje de capital’.... Iberdrola, S.A. considera que la limitación del número máximo de votos que puede emitir un accionista, o varios pertenecientes a un mismo grupo o que, en su caso, actúen de forma concertada, es una medida de protección de los muchos accionistas minoritarios, que ven así protegida su inversión frente a eventuales operaciones contrarias al interés social de Iberdrola. En este sentido, debe destacarse que aproximadamente la cuarta parte del capital de Iberdrola, S.A, está en manos de inversores particulares que, por tanto, tienen una escasa capacidad de maniobra y respuesta frente a un eventual accionista mayoritario cuyo interés no este completamente alineado con el interés social.

Recomendación núm. 9. Que el Consejo tenga la dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz y participativo, lo que hace aconsejable que su tamaño no sea inferior a cinco ni superior a quince miembros.

El número actual de miembros del Consejo de Administración, 19 miembros,... ajustado a la normativa que rige las sociedades anónimas, se considera hasta la fecha como el más adecuado a las necesidades y características propias de la compañía, especialmente en función de la estructura de su accionariado.

Recomendación núm. 13. Que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros.

Entendemos que la distribución de los distintos tipos de Consejeros (ejecutivos, dominicales e independientes), es la adecuada a las características de la sociedad, de elevada capitalización bursátil y con cuatro accionistas significativos con distinto peso accionarial (con participaciones que van desde el 23% al 5%).

¿Es razonable que el Estado regule estos asuntos? ¿Es eficaz el estímulo? ¿Tienen sentido las recomendaciones y explicaciones?

3. Las sociedades “cerradas”

3.1. Naturaleza de las sociedades cerradas

Abordamos ahora el estudio de las sociedades cerradas. Al contrario que la sociedad abierta, la sociedad cerrada es un tipo peor definido, que puede adoptar características estructurales diferentes en cuanto a varias dimensiones o atributos, como puede ser la transmisibilidad de las acciones, el número de socios (que puede ser sólo uno en el caso de la “sociedad unipersonal”), o el grado de personalismo en las relaciones entre socios. No obstante, su propiedad más característica es que en ellas tanto la entrada como la salida de los socios están restringidas, ya sea directamente por los estatutos sociales o bien, indirectamente, por los elevados costes de transacción que genera el intercambio de las acciones.

3.1.1. Características

Buena parte de los problemas que se plantean en las sociedades cerradas guardan relación con el hecho de que su carácter personalista (a), sumado a su reducida dimensión (b), dificultan la salida de los socios de la sociedad (c).

- a) *Personalismo*. La personalidad de los socios suele ser relevante para los demás socios, por lo que tienden a limitarse las facultades para transmitir la cualidad de socio. Ello se debe a menudo a que suelen existir salvaguardias personales de la relación con los demás socios (por ejemplo, todos ellos son miembros de una misma familia), las cuales podrían desaparecer o modificarse notablemente si las acciones o participaciones fuesen vendidas a un tercero. Asimismo, puede que se hayan pactado distintos tratamientos particularizados, tanto explícitos como implícitos. Además, es normal que al menos algunos de los socios sean directivos de la empresa o bien que aporten su capital humano o su bagaje de relaciones comerciales a la sociedad. La consecuencia es que la venta de las acciones suele estar restringida por los estatutos sociales y los titulares no pueden venderlas libremente. Por ejemplo, es habitual que hayan de ofrecerlas primero a los demás socios.
- b) *Dimensión*. Adicionalmente, las sociedades cerradas suelen tener un tamaño reducido. Por ello, incluso cuando no existen restricciones estatutarias a la venta de las acciones, su pequeño número dificulta el desarrollo de un mercado suficientemente amplio para proporcionar una salida rápida a los socios que deseen irse.
- c) *Salida*. Todo ello plantea dificultades en aquellas situaciones en las que sería conveniente la salida de algún socio, tanto por razones económicas como relativas al gobierno de la sociedad. Baste señalar como ejemplos, respectivamente, la posibilidad de que dicho socio se haya arruinado en otros negocios y necesite vender; o bien que exista un conflicto irresoluble con los demás socios, cuya persistencia dificulta la toma de decisiones necesarias para la supervivencia de la sociedad, lo que obliga a todos los socios a dedicar muchos recursos para alcanzar los acuerdos pertinentes.

3.1.2. Ventajas y costes

La sociedad cerrada supera las limitaciones del empresario individual como aportante de fondos propios, pero no puede alcanzar las ventajas de especialización a que llega la sociedad abierta. Por otra parte, incurre generalmente en menores costes contractuales que ésta, como consecuencia de que es menor o no existe el conflicto de intereses entre socios y directivos. Sin embargo, suelen ser más elevados los costes contractuales entre socios, debido a su mayor intervención en tareas de control. Ocurre así, sobre todo, cuando no existen o no funcionan eficazmente las salvaguardias gratuitas que en muchos casos se obtienen gracias a que existen entre ellos otras relaciones comerciales o personales. Es éste el caso, en especial, cuando muchos socios y directivos pertenecen a una misma familia, hecho que puede proporcionar una ventaja capital¹⁰.

¹⁰ Piénsese que muchas empresas occidentales (por ejemplo, la estadounidense Cargill, la sueca Vandenberg) han estado tradicionalmente controladas o participadas en un grado notable por miembros de una misma familia. Asimismo, buena parte de los grandes grupos empresariales asiáticos tienen una fuerte presencia familiar en su accionariado.

3.2. Ventajas de especialización

Cabe distinguir dos tipos de especialización, de naturaleza financiera y gerencial.

3.2.1. Especialización financiera: El papel de la limitación de responsabilidad

La especialización financiera que logra una sociedad cerrada puede ser sustancial, gracias a la limitación de responsabilidad (a), pero es incompleta, debido a que no separa propiedad y control (b) y a que con frecuencia se introducen contractualmente condiciones adicionales, que vienen a estipular la responsabilidad ilimitada en relación con algunas deudas, en general las de mayor cuantía (c). Analicemos cada uno de estos puntos.

- a) *Especialización mediante limitación de responsabilidad.* Por un lado, al limitar la responsabilidad, la forma societaria permite que los socios establezcan un tope al riesgo máximo que corren y puedan transferir parte de dicho riesgo a los acreedores de la sociedad. Esta transferencia es beneficiosa si estos últimos tienen alguna ventaja en asumir dicho riesgo. Para el empresario individual o los socios que poseen un patrimonio suficiente para dotar con fondos propios las empresas en las que participan, la responsabilidad limitada les permite resguardar parte de dicho patrimonio personal de los avatares de cada una de las sociedades o empresas. De este modo, los socios pueden diversificar algo sus patrimonios y las empresas emprender en beneficio de sus socios todo tipo de proyectos rentables, preocupándose en menor medida por lo arriesgados que éstos sean¹¹.
- b) *La concentración de riesgos.* Las sociedades cerradas no permiten alcanzar, sin embargo, el mismo nivel de diversificación de riesgos que las sociedades abiertas. Por el contrario, se produce un cierto grado de concentración de riesgos, motivado no sólo por el capital financiero, sino también, en su caso, por la aportación de capital humano por parte de los socios capitalistas y no capitalistas. Como consecuencia, al decidir las inversiones, estas sociedades tienen en cuenta parte del riesgo que los accionistas de una sociedad abierta diversificarían mediante la propiedad de acciones en otras sociedades. Por ello, las sociedades cerradas son, en principio, más proclives a desaprovechar oportunidades rentables de inversión. En particular, les es más difícil acceder a aquellos mercados y actividades que requieren un volumen tan cuantioso de capital que provocaría una concentración de riesgos no asumible por los socios. Consiguientemente, es de esperar que padezcan limitaciones para adaptarse a mercados más amplios y/o competitivos. Por ejemplo, posiblemente por este motivo el aprovechamiento de nuevas oportunidades de inversión por parte de las empresas españolas desde la apertura al exterior de los años 1980 requirió a menudo modificar su estructura de propiedad o bien venderlas a grupos extranjeros.
- c) *La definición contractual de la responsabilidad.* El hecho de que los socios

¹¹ No obstante, podrán diversificar sólo en la medida en que su patrimonio sea suficiente, respecto a sus oportunidades de inversión, para no requerir la entrada de nuevos socios. En otras palabras, la limitación de la responsabilidad al capital aportado reduce el problema de la aversión al riesgo a costa de agravar el problema de limitación patrimonial. La necesidad de atenuar ambos lleva a ampliar el número de socios y a especializar el control.

tengan su responsabilidad limitada respecto a cada una de las deudas contraídas por una sociedad no depende únicamente del tipo jurídico adoptado para ésta. Por el contrario, el acreedor puede y suele exigir como salvaguardia específica del contrato de crédito el que algunos de los socios o un tercero sean responsables personalmente o aporten como garantía alguno de sus bienes. Estas prácticas vienen de hecho a restablecer un régimen de responsabilidad ilimitada, aunque sólo para ese crédito concreto.

En este sentido, es notable que en España las grandes empresas suelen ser casi las únicas que obtienen de los bancos créditos garantizados tan sólo con los activos de la empresa. En cambio, la situación típica para las empresas de menor tamaño es aquella en que, aun tratándose de sociedades con responsabilidad limitada, sus créditos bancarios están sujetos a garantías adicionales, tanto reales (hipotecas) como personales (avales). Consiguientemente, para estos créditos, la responsabilidad es, de hecho, ilimitada. En cambio, un tipo de deuda que no suele estar garantizado es el crédito comercial proporcionado por proveedores, para el cual la responsabilidad de los accionistas sí está, entonces, efectivamente limitada.

3.2.2. Especialización gerencial

En la sociedad cerrada, la especialización gerencial o directiva es posible, pero en menor medida que en la sociedad abierta. Ello se debe a que los accionistas han de participar en mayor medida en el control, por haber concentrado en cada empresa buena parte de sus patrimonios.

En este terreno, conviene distinguir, como se hizo en el capítulo #7, las dos fases del proceso de decisión empresarial: la gestión y el control de las decisiones directivas. La gestión incluye la definición o planteamiento de las posibilidades disponibles y la ejecución de una de ellas, mientras que el control comprende la elección o aprobación de la posibilidad que ha de ser ejecutada y la revisión de los resultados. Posiblemente, la menor especialización no presenta un problema grave en términos de capacidad meramente directiva, pues la participación de los accionistas en el *control* no requiere su participación en la *gestión* de las decisiones, que pueden ser contratadas a expertos. El problema de las sociedades cerradas es, en este sentido, similar al que afrontan los directivos de una sociedad abierta al contratar y supervisar talento directivo. Por el contrario, el *control* de las decisiones sí está escasamente especializado y, como consecuencia, se plantean los problemas propios de toda producción en equipo: los socios tenderán a escurrir el bulto en esa tarea, pues quienes la efectúan están generando beneficios para los demás socios.

3.3. Conflictos y costes de agencia

Respecto a los conflictos típicos de una sociedad abierta, en la sociedad cerrada son más livianos los conflictos entre accionistas y directivos, pero, en cambio, son más acentuados los que existen entre los socios. La propia naturaleza de la sociedad cerrada plantea así un conflicto entre socios que la sociedad abierta evita de raíz cuando, al desarrollar la especialización de funciones en su máximo grado, permite que los accionistas no efectúen ninguna tarea de control.

Los conflictos más importantes de las sociedades cerradas son los que surgen entre mayoría y minoría, o entre socios controladores y no controladores. Este conflicto suele tomar la forma de apropiación de recursos, ya sea mediante el pago de elevados salarios a los socios que ejercen las tareas directivas o del simple fraude, camuflado a menudo

mediante compraventas a precios artificiales. También son típicos los problemas que se plantean con el fundador de la empresa, quien suele ser un controlador eficaz y de bajo coste, gracias a que está entregado a ella y atesora gran cantidad de información. Sin embargo, con frecuencia tiende a actuar como si fuera un empresario individual aunque ostente una participación minoritaria. Ello le lleva a subordinar la rentabilidad a sus preferencias por un cierto ideal de empresa o por una estrategia determinada, con perjuicio para sus socios. (Dos casos célebres en esta línea fueron los de Edwin H. Land en Polaroid y, se creyó durante años, Steve Jobs en Apple).

3.4. Soluciones

Además de las salvaguardias gratuitas que en muchos casos les proporcionan otras relaciones, en especial el hecho de que los socios y directivos pertenezcan a menudo a una misma familia, las sociedades cerradas son un ámbito propicio para diseñar estructuras contractuales que se adapten a cada caso, reforzando la eficacia de las salvaguardias que proporcionan esas otras relaciones. Por este motivo, las normas que regulan las sociedades cerradas suelen tener un carácter más dispositivo (dejan más libertad a las partes para estipular condiciones específicas) que las que regulan sociedades abiertas.

Reglas de salida

Para resolver los problemas de salida, los fundadores de la sociedad intentan introducir en los estatutos sociales mecanismos que regulen eficientemente la salida de los socios. Desde un punto de vista práctico, es esencial que, al aventurarse en una empresa de este tipo, los socios piensen si será posible salir de ella en caso de que en el futuro les interese hacerlo. En este sentido, puede ser conveniente introducir en los estatutos sociales una regla de compra de acciones en la que se determine, por ejemplo, la obligación de la sociedad de ir adquiriendo dichas acciones cuando lo deseen los socios, así como una fórmula para calcular el precio de compra. No obstante, todas estas soluciones originan, a su vez, graves problemas. Por un lado, existen dificultades de valoración: las restricciones a la enajenabilidad implican que no se cuente con un precio fijado de forma independiente. Por otro lado, la empresa podría descapitalizarse si es la sociedad, y no sus socios, la que ha de adquirir las acciones.

Mayorías cualificadas y bloqueo de decisiones

Uno de los equilibrios más delicados para estructurar eficientemente la toma de decisiones por los socios es el relativo al establecimiento de mayorías cualificadas mínimas (por ejemplo, el voto positivo de dos tercios de las acciones, o un voto unánime) para tomar ciertas decisiones. El problema se manifiesta en que, por un lado, conviene introducir criterios de mayoría cualificada para evitar la expropiación de la minoría. Sin embargo, por otro lado, este requisito proporciona a los socios en minoría el poder para bloquear decisiones que tal vez sean necesarias para la buena marcha de la sociedad.

La proporcionalidad de derechos económicos y políticos

En algunos casos, puede interesar que los socios no fundadores de una empresa aporten la mayor parte del capital, pero que, sin embargo, el control siga en manos del fundador o de otra persona con dotes similares. Con este fin, se puede instrumentar la

participación de los demás socios mediante acciones con derechos reducidos de voto o incluso mediante acciones sin voto, una posibilidad que en España se enfrenta con notables restricciones legales, por estar prohibidas las acciones que rompan la proporcionalidad de derechos políticos y económicos (por ejemplo, las “acciones de voto plural”, que en vez de ostentar un solo derecho de voto tienen, por ejemplo, 100 ó 1.000 votos cada una). La única excepción tolerada en España son las acciones sin voto, que sí se pueden emitir desde la reforma de 1989, aunque por debajo del 50 por 100 del capital desembolsado.

Aplicación 9.5. El fundador y sus sobrinos

El Corte Inglés fue fundado en 1934 por el empresario asturiano Ramón Areces, fallecido en 1989, quien legó la mayor parte de las acciones a la fundación que lleva su nombre, dedicada al mecenazgo científico. La Fundación posee un 55% del capital mientras que otro porcentaje importante pertenece a directivos y empleados.

En 2005, uno de los sobrinos del fundador, titular de un 0,7% de las acciones, propuso a la empresa que ésta se las adquiriera, a lo cual El Corte Inglés se negó porque pedía un precio que le pareció excesivo. A continuación, la junta de accionistas modificó los estatutos sociales para regular la compra de acciones a los socios. La sociedad puso en marcha el procedimiento establecido en caso de desacuerdo, que se basaba en el informe de un experto independiente. Un profesor de la Universidad Autónoma de Madrid, contratado al efecto por la sociedad, valoró cada acción en 75 euros, lo que resultaba en un total de unos 36 millones de euros; pero el accionista contrapuso otro informe de profesores de IESE que, al descontar flujos de caja esperados, estimaba un valor de mercado muy superior: 252 euros por acción, por un total de 98,5 millones. A juicio de El Corte Inglés, este segundo informe valoraba las acciones muy por encima del valor razonable, que es el legalmente exigible.

En abril de 2007, un juzgado de primera instancia dio la razón al sobrino, obligando a El Corte Inglés a pagarle 98,5 millones; pero, más tarde, la Audiencia de Madrid revocó la sentencia, mientras que otro juzgado desestimaba una demanda paralela de otros tres sobrinos, obligándoles a vender sus acciones por 16,5 millones, a unos 80 euros por acción. Tras la sentencia de la Audiencia, que no fijaba precio alguno, la empresa alcanzó un acuerdo con el primero de los sobrinos para pagarle unos 50 millones por las acciones en su poder.

Fuente: diversas noticias de agencias de prensa, las cuales proporcionan cifras ligeramente distintas.

Guía de discusión: (1) ¿Qué limitaciones padecen el valor contable y el valor de mercado a estos efectos? (2) ¿Cuál suele plantear más problemas financieros a la empresa? (3) ¿Qué criterio, valor contable o valor de mercado, hubiera dado el fundador de la empresa? ¿Debe tenerse en cuenta su voluntad? (4) ¿Es relevante en estos casos la “voluntad hipotética de las partes” del contrato originario (el de constitución de la sociedad), que se emplea a menudo para llenar vacíos contractuales? (Esto es, ¿qué cláusulas se hubieran dado las partes del contrato de sociedad de haber pensado el problema cuando la constituyeron?). ¿Quiénes eran las partes en este caso? ¿Sería relevante en este caso que los sobrinos hubieran adquirido las acciones por herencia de su padre, quien las había ido acumulando como empleado de El Corte Inglés, o por donación de su tío, el fundador? (5) ¿Es relevante el que El Corte Inglés disponga de un derecho de tanteo (esto es, que si un accionista vende sus acciones a un tercero, El Corte Inglés puede adquirirlas igualando el precio)? (6) En algunos momentos, se pensó que el conflicto podría forzar a la empresa a salir a bolsa, ¿por qué? Además de los sobrinos, ¿quiénes podrían tener más interés en salir a bolsa? Además de liquidez, ¿qué proporciona la bolsa? (7) ¿Siempre sucede que el valor contable está, como se alega en este caso, por debajo del valor estimado de mercado?

4. Las sociedades abiertas con propiedad concentrada

Gran parte de las grandes empresas presentan características intermedias a estos modelos extremos de sociedad abierta y cerrada¹². Si bien el capital suele ser propiedad

¹² Véase, a escala mundial, La Porta *et al.* (2000); y, para Europa, Faccio y Lang (2002).

de muchos accionistas, algunos de ellos ostentan participaciones accionariales significativas. Estas empresas presentan por tanto características de ambos tipos de sociedades. Como cotizan en Bolsa, el coste de entrar y salir es bajo, al menos para paquetes de acciones que no afecten al control. Además, pueden darse los dos tipos de conflicto, a veces de forma simultánea: si bien, como en las sociedades abiertas, se pueden plantear conflictos entre accionistas y administradores no accionistas, el principal conflicto surge, como en las sociedades cerradas, entre el grupo de control y algunos o todos los demás accionistas.

La raíz de este conflicto suele residir en que un accionista o grupo logra el control efectivo mediante estructuras que le permiten minimizar la propiedad, causando una desproporción que, en ausencia de contrapesos, incentiva la desviación de recursos¹³. Los incentivos de estos accionistas y grupos de control empeoran cuanto mayor sea la desproporción entre su grado de control y su participación en la propiedad, debido a acciones de voto plural, cadenas múltiples de control o estructuras piramidales. La fórmula más socorrida cuando existen restricciones legales a las acciones de voto plural y las participaciones cruzadas, es la de las “pirámides societarias”. Su funcionamiento se basa en interponer varias sociedades con accionistas minoritarios entre el accionista de control y las empresas controladas. Por ejemplo, si un individuo *X* posee el 51% de la sociedad *A*, que a su vez posee el 51% de la sociedad *B* y ésta el 51% de la sociedad *C*, dicho individuo controla plenamente a la sociedad *C* siendo propietario de sólo un 13,27% (el 51% del 51% del 51%) de su capital.

En ausencia de restricciones, este tipo de estructura incentiva al grupo de control a desviar recursos entre las sociedades que componen la pirámide y, en especial, entre sus distintos niveles. Con los números anteriores, *X* tiene un interés obvio en desviar recursos de las sociedades *C* y *B* a la sociedad *A*: obtiene un 51% de los beneficios de la sociedad *A* pero sólo un 13,27% de los beneficios de la *C*. Esta interpretación encuentra apoyo en la gran cantidad de evidencia empírica que se ha acumulado en las últimas décadas sobre la existencia de una correlación negativa entre, por un lado, la desproporción entre propiedad y voto, y, por otro, los beneficios y el valor de la empresa (Adams y Ferreira, 2008). Si bien es difícil descartar una causalidad en sentido inverso u otros factores no observables, la interpretación más extendida de esta correlación es que dicha desproporción entre propiedad y voto conduce a la explotación de los accionistas minoritarios, sobre todo en países con un ordenamiento jurídico e institucional más débil¹⁴.

Al igual que en la sociedad cerrada, los mecanismos jurídico-organizativos representan un papel importante en este tipo societario intermedio pero el hecho de que las acciones se contraten en Bolsa permite la actuación, al menos potencial, de todas las salvaguardias propias del mercado. De entrada, la cotización proporciona una señal ruidosa pero informativa acerca de la calidad gerencial. Asimismo, los socios disidentes pueden salir con facilidad. Por último, también es posible competir por el control mediante adquisiciones en bolsa. Sin embargo, en la medida en que la propiedad se acumula en paquetes significativos de acciones, el acceso al control se suele dirimir no

¹³ Para esta desviación de recursos, se ha dado en hablar de *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000) y “autocontratación” o *self-dealing* (Djankov *et al.*, 2008).

¹⁴ #Se ha estimado, por ejemplo, que la apropiación de beneficios por los grupos de control alcanza el 50% del valor de la empresa en México y entre el 25% y el 50% en Francia e Italia, pero es nula en Dinamarca, y que el 70% de estas diferencias guardan relación con la calidad del sistema jurídico y la protección de los intereses minoritarios en las tomas de control (Nenova, 2003).

sólo en un diálogo o competencia entre los administradores en el poder y los accionistas entrantes que intentan hacerse con el control, como sucede en la sociedad abierta, sino también entre grupos de accionistas: los que ostentan el control y los que pretenden hacerse con él.

Aplicación 9.6. Camp¹⁵

A principios de los años 1980, la empresa Camp, de propiedad familiar, era líder en el mercado español de jabones domésticos, compitiendo con varias multinacionales, fundamentalmente Procter & Gamble, Henkel y Lever. La mayor competencia y los efectos retardados de la subida del precio del petróleo la colocaron en una situación difícil. Para no perder cuota de mercado, Camp no había repercutido en sus precios de venta la subida en el precio de sus materias primas. Consiguientemente, su endeudamiento había aumentado notablemente. En 1984, los resultados fueron muy malos y en 1985 las ventas disminuyeron más del 10 por 100.

Cuando la situación financiera se hizo insostenible, la familia, que hasta entonces había protagonizado un intervencionismo más bien torpe en los asuntos de la empresa, cedió poderes ejecutivos a un directivo profesional, Manuel Luque, que estaba casado con una de las herederas. Bajo su dirección, la empresa salió adelante, en buena medida gracias a la expansión que experimentó la economía española en la segunda mitad de la década 1980-1990. Luque sí fue responsable de una campaña publicitaria efectista (hizo época el eslogan “busque y compare; y, si encuentra algo mejor, cómprelo”), en la que él mismo imitaba al legendario jefe de la compañía Chrysler, Lee Iacocca, al protagonizar anuncios televisivos que animaban al consumidor a adquirir los productos de Camp por estar fabricados localmente. También consiguió apartar momentáneamente a la familia de la toma de decisiones. Según él, los propietarios “intentaban comprimir la compañía para poder controlarla”.

Para competir en el mercado de jabones de uso doméstico se requieren cuantiosas inversiones publicitarias para crear las marcas, rapidez de respuesta ante la constante guerra comercial en que vive el sector y, quizá sobre todo, la dimensión necesaria para aprovechar adecuadamente las economías de escala. Los puntos fuertes de Camp estaban lejos de esta trilogía, aunque en 1988 aún era la segunda empresa en cuota de mercado, con el 18 por 100, sólo detrás de Procter & Gamble (24 por 100) y por delante de Lever (17 por 100) y Henkel (8 por 100). El crecimiento en ese año había sido del 8 por 100 en cantidad y del 10 por 100 en la cifra de ventas. Las inversiones realizadas en 1988 dan una idea del potencial estratégico de estas empresas. Mientras que Henkel había invertido 18,709 millones de euros, Procter 10,806 y Lever 9,369, Camp sólo invirtió 5,295 millones. En esos momentos, tenía 38 empleados relacionados con actividades de investigación y desarrollo. En todo el período de Luque, se destinaron unos 15,626 millones a nuevos equipos, se emprendió una expansión internacional por Francia, Portugal e Israel y se redujo el endeudamiento de 54 a 45,7 millones. No obstante, Camp era vulnerable. En el ámbito financiero, su endeudamiento, situado entre 42 y 48 millones, era excesivo. Entre las metas de Luque estaba el cotizar en bolsa, para captar fondos y acelerar la expansión. En septiembre de 1988, con el recelo de algunos de los propietarios, la empresa lanzó una emisión de pagarés de hasta 36 millones, que se suscribió sólo por importe de unos 4,5 millones.

En febrero de 1989 se desencadena una lucha frontal por el control de la compañía: Luque contaba con el apoyo de tres accionistas que juntos poseían sólo el 43 por 100 de las acciones, de modo que acaba prevaleciendo la voluntad de los dos titulares del restante 57 por 100. En abril se deteriora la situación financiera al no renovarse pólizas de crédito por un importe de unos 4,8 millones. En ese momento, Luque ofreció adquirir la mayoría de las acciones, valorando la empresa en 102,17 millones. Sin embargo, aun antes de que se presentara oficialmente esta oferta, dos de los accionistas que le apoyaban habían vendido ya sus acciones.

Durante la primavera de 1989, se produjeron diversos contactos con potenciales compradores de la empresa. El 15 de julio la empresa alemana Benckiser, con accionariado de tipo familiar, adquirió Camp por 206,15 millones, quizá con la convicción de que sus productos eran complementarios, pues Benckiser producía jabones especializados, como “Calgón” y “Calgonit”, pero no detergente en polvo ni blanqueadores. Meses más tarde, Benckiser sustituyó al equipo directivo de Camp. Los puestos más altos pasaron a ser desempeñados por ciudadanos alemanes. Por su parte, los antiguos propietarios de Camp invirtieron los fondos obtenidos en empresas papeleras e inmobiliarias. No obstante, al menos alguno de ellos no siguió una estrategia muy acertada de diversificación, pues seis años más tarde, la sociedad patrimonial de un antiguo presidente de Camp suspendía pagos como consecuencia de los malos resultados de las inversiones efectuadas.

¹⁵ Para una versión más amplia de este caso y las referencias en que se basa, véase Arruñada (1990b, pp. 127-132).

La historia de Camp es representativa de numerosas empresas españolas de propiedad familiar, que fueron vendidas tras la incorporación de España al Mercado Común Europeo. La nueva situación competitiva implicaba retos que no eran capaces de emprender independientemente. Cabe pensar que, en esencia, la ampliación de los mercados y la intensificación de la competencia exigían una estrategia de crecimiento para la que estaban mal preparadas. Aparentemente, no contaban con los recursos ni el capital que esa estrategia de crecimiento requería. En cuanto a los recursos humanos, un siglo de reserva del mercado nacional los había especializado en sentido contrario, para dirigir empresas con ambiciones locales. No es casual que en esos años las remuneraciones de los directivos españoles fuesen las más elevadas de Europa. Otro tipo de recursos (tecnología, dimensión de las instalaciones, equipos de investigación) padecía una falta similar de adaptación. Con todo, la falta de recursos era quizá superable mediante fuertes inversiones cuando éstas no tropezaban, como en el caso Camp, con un segundo problema: una estructura de propiedad que hacía poco aconsejable seguir una estrategia de crecimiento independiente. Incluso si se hubieran podido captar los recursos financieros necesarios (hipotecando el patrimonio personal o dando entrada a nuevos socios), los propietarios hubieran asumido un nivel de riesgo muy elevado y/o perdido el control. Por una u otra vía, sería necesario especializar propiedad y control, originando conflictos y costes contractuales que quizá no tenían fácil acomodo en nuestro marco institucional¹⁶. Estos problemas aparecen ya en el conflicto entre el Director General y los propietarios.

5. La empresa cooperativa: Limitaciones de la aportación no especializada de recursos

Esta sección se ocupa de las empresas cooperativas: aquéllas en las que los trabajadores asumen el control. Incluso en aquellos países, como España¹⁷, en que disfruta notables privilegios, es una fórmula organizativa poco extendida, excepto en la prestación de servicios profesionales como abogacía, consultoría, auditoría o, incluso, la banca de inversiones a pequeña escala, cuando el control está en manos de los profesionales más cualificados. No obstante, sus limitaciones y estructuras típicas encierran lecciones importantes para todo tipo de empresas.

La característica central de las empresas cooperativas es el hecho de que los propios trabajadores son propietarios y asumen el control: las decisiones se toman en la asamblea general de socios, o en un órgano similar. De esta pauta organizativa básica se deriva una menor especialización de los factores productivos, pues los cooperativistas son a la vez trabajadores y capitalistas. Lo hacen, además, asumiendo de forma relativamente directa las tres funciones de los aportantes de capital, que en otras empresas se distribuyen entre distintos sujetos económicos: la financiación propiamente dicha, la asunción de riesgos y el ejercicio de tareas de control. Este control por parte de los trabajadores origina una serie de debilidades estructurales, que explican el escaso éxito de las cooperativas.

¹⁶ Se ha desarrollado este argumento en otros trabajos (Arruñada, 1990c, 1991, 1993b).

¹⁷ En España, este trato de favor, que se manifiesta en subvenciones de toda índole, tiene incluso reflejo en el artículo 129.2 de la Constitución de 1978, el cual establece que “los poderes públicos promoverán eficazmente las diversas formas de participación en la empresa y fomentarán, mediante una legislación adecuada, las sociedades cooperativas. También establecerán los medios que faciliten el acceso de los trabajadores a la propiedad de los medios de producción”.

5.1. Financiación no especializada

En primer lugar, la asunción del control por los trabajadores impide en la práctica la retribución residual (con beneficios) de otros aportantes de capital que no son trabajadores. Aunque éstos hipotéticamente podrían ser retribuidos de forma residual, o bien los costes de contratar con tales socios capitalistas serían elevados, ya que no ejercerían el control; o bien, en la medida en que lo ejerciesen, se desnaturalizaría gradualmente el propio carácter cooperativo de la empresa. El conflicto es similar pero más agudo que el que se plantea entre los socios de una sociedad mercantil según éstos ejerzan o no el control, pues, en la cooperativa, el propio número de socios y su doble carácter exacerba el conflicto y facilita la transferencia de recursos de socios capitalistas a trabajadores. Además, también es difícil que toda la aportación de capital se retribuya con carácter fijo, tanto sea mediante intereses o alquileres, al aumentar, respectivamente, los costes de agencia de la deuda y del arrendamiento de activos.

En consecuencia, las cooperativas han de financiarse en buena medida con fondos propios aportados por sus trabajadores, quienes habrán de ser simultáneamente capitalistas, y tener por tanto una retribución variable con la marcha de la empresa. Este hecho comporta varias desventajas:

Limitación de recursos y concentración de riesgos. Las empresas que han de obtener su capital fundamentalmente de sus propios trabajadores se enfrentan a la restricción que imponen sus patrimonios personales. No sólo pueden ser insuficientes, sino que, en principio, no estarán inclinados a invertirlos en la empresa, para no concentrar en ella más riesgo del que ya les trabajar en ella cuando ese trabajo comporta algún tipo de capital humano específico. Como consecuencia, la cooperativa tiende a desechar proyectos de inversión rentables pero arriesgados: aquellos que presentan un valor neto positivo pero cuyos rendimientos tienen una varianza elevada. Tienden a desecharlos aunque esta variabilidad sea independiente de la de otros proyectos en la economía, y, por tanto, no la hubiera tenido en cuenta una sociedad anónima abierta, ya que sus accionistas poseen carteras diversificadas de acciones, con lo cual no les importa el riesgo específico de cada proyecto.

Dificultades para vender las participaciones. La doble condición de trabajadores y capitalistas impide que los derechos de los cooperativistas sean libremente enajenables: no pueden vender a voluntad su condición de socios, ni de forma conjunta ni separando sus derechos como aportantes de capital. Por una parte, la venta por separado, respetando el carácter cooperativo (esto es, reservando el control a los trabajadores), tropezaría con las dificultades propias de la presencia de socios capitalistas que no ejercerían control alguno. Por otra parte, la venta conjunta de todos los derechos supondría que las decisiones de contratación de personal fueran resultado de transacciones individuales, con grave riesgo para la empresa y, en última instancia, para los demás socios.

Como consecuencia, es difícil ajustar la entrada y salida de los cooperativistas a las circunstancias tanto personales (relacionadas éstas, por ejemplo, con su jubilación, fallecimiento o simple empobrecimiento) como de la propia cooperativa (disensiones internas). Además, debido a esta ausencia de participaciones transferibles, los cooperativistas no están bien motivados para invertir. Por un lado, si cuando se incorporen nuevos socios éstos van a participar en pie de igualdad en los beneficios de las inversiones realizadas antes de su entrada, el socio cooperativista actual tiende a rechazar proyectos que, aun siendo rentables, aumentarían el empleo o reducirían lo que espera cobrar en el futuro. Por otro lado, los socios no querrán invertir a menos que

esperen permanecer en la empresa durante el tiempo necesario para recuperar la inversión. Preferirán, en cambio, que se distribuyan los beneficios obtenidos e, incluso, que se “descapitalice” la empresa.

Para mitigar estos problemas, muchas cooperativas suelen hacer que cada nuevo socio pague una cuota de entrada —habitualmente, percibiendo un menor salario durante los primeros años de su trabajo en la empresa— y que cada socio que sale reciba una compensación. Asimismo, suelen establecer que la parte de cada socio aumente con su antigüedad. No obstante, tanto el cobro al entrar como la devolución del capital al salir plantean, a su vez, dificultades notables: (1) cómo valorar ambas partidas, y (2) cómo evitar la descapitalización de la empresa cuando se produce un número elevado de salidas.

Aplicación 9.7. La transformación en sociedades de las firmas de servicios profesionales

En las últimas décadas del pasado siglo, las crecientes necesidades de capital o el incremento del riesgo impulsaron a muchas de las firmas de servicios profesionales a cambiar su forma organizativa, convirtiéndose en sociedades con responsabilidad limitada. Ha sido éste el caso de los bancos de inversión, como Goldman Sachs, la mayoría de los cuales decidieron cotizar en bolsa para financiar su expansión. Algo parecido ha ocurrido con las firmas auditoras aunque, en este caso, la causa residiera en el aumento del riesgo que corren sus socios por las crecientes indemnizaciones derivadas de pleitos por responsabilidad civil.

5.2. Control no especializado

En el capítulo #sexto hemos analizado ya los problemas que surgían en contextos de producción en equipo, ya que cada miembro del equipo tiene incentivos limitados para controlar el trabajo de los demás pues sólo recibe una parte del valor final del producto. En ese contexto, conviene dedicar recursos para controlar las aportaciones individuales y retribuir de forma residual a quien se encarga de llevar a cabo la tarea de control, motivándole de ese modo a optimizar la productividad del equipo. En principio, la cooperativa contradice frontalmente esta solución, al adjudicar el control a los trabajadores, esto es, a todos los miembros del equipo, si bien sus efectos dependen de numerosos factores, principalmente:

Grado de oportunismo. Como toda labor en equipo, la productividad de las cooperativas se expone a que sus socios sean oportunistas respecto a los demás socios y antepongan sus propios intereses individuales al interés colectivo. Quizá por ello las que están mejor organizadas suelen conceder gran importancia al adoctrinamiento ideológico y dedican abundantes recursos a formación. Por ejemplo, en el grupo de cooperativas de Mondragón, que es el grupo cooperativo industrial más grande en una economía de mercado, representaron un papel importante tanto el factor religioso, al menos inicialmente; como la inversión en formación, pues su centro de formación profesional incluso precedió en 14 años a la creación de las primeras cooperativas; y la concentración geográfica de buena parte de sus actividades en unas pocas comarcas del País Vasco. Todos estos elementos favorecen la homogeneidad, la interiorización de posibles efectos externos y el funcionamiento de todo tipo de normas sociales favorables a la cooperativa.

Dimensión de la empresa. Las cooperativas son menos viables al aumentar su tamaño, ya que tienden a proliferar conductas aprovechadas. Mondragón también sirve de ejemplo en este punto: en un momento de su desarrollo se percataron de que había sido erróneo crear fábricas de gran dimensión e intentaron enfocar sus nuevas

actividades hacia empresas que no requiriesen plantillas muy numerosas, orientando su desarrollo a crear nuevas cooperativas, sin aumentar la dimensión de las ya existentes e incluso fragmentando algunas de las existentes.

Dificultades para especializar el control. En general, los cooperativistas se enfrentan a un dilema radical: si toleran el control directo y cotidiano de su actividad por una jerarquía, la empresa podrá alcanzar una mayor dimensión, pero al precio de cierta dilución del espíritu cooperativo; si no lo toleran, la cooperativa, en el mejor de los casos, queda limitada a no superar el tamaño de un pequeño equipo. Por este motivo, la fórmula cooperativa es más viable cuanto menos ventajoso sea especializar el control y cuanto más convenga, en cambio, emplear fórmulas de control mutuo, como sucede en las firmas de servicios profesionales cualificados, como abogacía, auditoría, banca de inversiones y consultoría. Tradicionalmente, estas empresas de servicios profesionales se han organizado de un modo cooperativo, en el sentido de que algunos de los trabajadores, generalmente los profesionales más importantes, controlan la empresa y son titulares de la renta residual. Esta pauta organizativa es coherente con el hecho de que en estas actividades los propios colegas estén en mejor posición que un tercero para vigilarse unos a otros: existen menos ventajas de especialización en las tareas de control.

Dificultades para tomar decisiones. Como las sociedades, las cooperativas utilizan las asambleas de socios o delegados para tomar las decisiones fundamentales, si bien el derecho de voto está ligado al carácter de socio y no al capital aportado. Asimismo, la asamblea suele elegir un consejo rector que se reúne con más frecuencia y controla a los directivos. Para lograr cierto grado de especialización en el control, suelen emplear fórmulas estatutarias que restringen la toma de decisiones en asamblea, como requerir unanimidad o mayoría cualificada; dotar de amplias competencias a los comités directivos y los órganos de representación indirecta; y especificar en los estatutos las condiciones en que se puede recuperar el capital o la garantía de empleo, lo que evita tener que tomar en la asamblea decisiones comprometidas. No obstante, la unificación de voluntades suele ser más difícil que en las sociedades porque los cooperativistas tienen la mayoría de su capital financiero y humano invertido en la cooperativa y no pueden vender libremente sus participaciones. Sus intereses pueden diferir radicalmente con la edad y sus expectativas de empleo, y los disidentes tienen difícil salida, lo que suele dificultar el consenso. En estas condiciones, es de esperar que, por un lado, haya más disidencia, lo que genera peores decisiones, y que, por otro, se luche más para influir en las decisiones empresariales. Se ha querido ver en ello una explicación de que las empresas cooperativas suelen mantener abanicos salariales relativamente estrechos: según este argumento ello reduciría dichas actividades de influencia.

Aplicación 9.8. La Industria Motora Rakovica

Desde 1965, los trabajadores de las empresas yugoslavas fueron titulares de la renta residual de su empresa, pero no podían vender su empleo, ni llevarse consigo el capital cuando se jubilaban: su titularidad dependía totalmente de su relación laboral. La dirección de cada empresa tenía libertad para fijar precios y cantidades y para organizar la producción. Un consejo de trabajadores elegía a los directivos, mientras que la compensación se decidía en referéndum, dentro de los límites máximos y mínimos impuestos por el Estado. Los trabajadores podían decidir la reinversión de las ganancias en la empresa, pero el Estado era propietario de los activos usados y las empresas tenían obligación de mantener su valor, de modo que los trabajadores sólo podían repartirse los beneficios netos, una vez cubierta la depreciación de los activos. Además, los trabajadores no podían vender su participación en la empresa, a la que tenían derecho sólo mientras trabajasen en ella (Jensen y Meckling, 1979, p. 492).

En esas condiciones, además de los problemas generales de toda cooperativa, los intereses de los trabajadores y del Estado estaban enfrentados respecto a la utilización de los activos. Los trabajadores estaban interesados en aumentar su compensación, repartiéndose el valor de unos activos que eran

propiedad del Estado. Este conflicto de intereses se manifestaba sobre todo cuando la supervivencia de la empresa y, con ella, los puestos de trabajo estaban garantizados, ya sea por una posición de monopolio, por el acceso a subvenciones o por la posibilidad de aumentar el endeudamiento. Cuando se regularon las decisiones de inversión para evitar la deficiente utilización de los activos, los trabajadores emplearon formas encubiertas para apropiarse su valor: descuido en el uso, mantenimiento inadecuado, utilización excesiva y, lo más fácil, manipulación contable.

La Industrija Motora Rakovica era un fabricante de tractores con 5.000 empleados. En 1986, sus 10 departamentos funcionaban como unidades independientes, dedicadas a motores, chasis, transmisiones, y servicios tales como mantenimiento, contabilidad, asesoría jurídica y centros recreativos (Newman, 1987). Cada uno de los correspondientes consejos de departamento tenía libertad para elegir a su gerente y fijar las condiciones de trabajo, fiestas y compensaciones suplementarias. Cada departamento enviaba también delegados a un consejo de fábrica. El director general de la fábrica presentaba los presupuestos a este consejo general, y éste, tras enmendarlos, los enviaba a cada uno de los 10 consejos de departamento. Una vez aprobado por todos ellos, se sometía a un referéndum de la plantilla. Cualquiera de los 10 departamentos podía vetar, no sólo los presupuestos, sino también los proyectos de nuevos productos o inversiones. Consiguientemente, modificar los productos había requerido en pocos años negociar 78 convenios interdepartamentales. El conjunto de las reuniones consumía un mínimo de 18.000 horas de trabajo al año y las tareas burocráticas ocupaban al 45 por 100 de la plantilla. En caso de conflicto —frecuentemente, sobre cómo repartir los ingresos entre los departamentos— recurrían a la huelga, hasta que la dirección cedía a las pretensiones. La media era de dos huelgas anuales. En 1987, fue una de las primeras empresas yugoslavas en limitar la autogestión de sus departamentos, pasando a depender de un solo consejo y un gerente, al que el consejo seguía pudiendo despedir, mientras que el gerente no podía despedir a nadie. La empresa existe aún en 2011 (<http://www.imr-rakovica.com/englishbre/index.html>).