

Problemas de Información, Gobierno
y Control en las Instituciones
Financieras y en las Empresas
Financiadas por Acciones: el
Enfoque Contractual de Agencia

Néstor Moreno Meza

Manuel Belisario Moreno Perlaza

Omar de Jesús Montilla Galvis

Profesores de la Universidad del Valle
Grupo de Investigación en Contabilidad Pública y Gestión

RESUMEN

Problemas de Información, Gobierno y Control en las Instituciones Financieras y en las Empresas Financiadas por Acciones: el Enfoque Contractual de Agencia

El artículo estudia las contribuciones de la Teoría de la Agencia desarrollada en las últimas cuatro décadas, para intentar explicar y resolver los problemas de asimetría de la información y comportamiento oportunista en los mercados financieros, sus instituciones y las compañías financiadas por la emisión de acciones (sociedades anónimas). Los problemas de la asimetría de la información, selección adversa, azar moral, y el marco general de los contratos entre el principal y el agente, constituyen el núcleo de esta teoría; en conclusión se tiene, que el enfoque de Agencia resulta eficaz para explicar muchos de estos fenómenos y proponer soluciones con base en: incentivos, mejoramiento de los contratos e innovaciones en los mecanismos de control de las instituciones financieras y de las organizaciones, cuyos títulos de propiedad se negocian en las bolsas de valores.

PALABRAS CLAVE: Teoría de la agencia, mercados financieros, asimetría de la información.

ABSTRACT

Problems about Control, Govern and Information in Financial Institutions and in Stock Financing Companies: An Agency Contractual Approach

This article studies the Agency Theory contributions developed in the last four decades, with the aim of explaining and solving information asymmetry problems, and opportunistic behavior in the financial markets, their institutions and the stock financing companies (stock companies). The axes of this theory are the problems about the information asymmetry, adverse selection, moral random and general frame of contracts between the principal and the agent. As a conclusion, the agency approach turns out effective to explain many of these phenomena and to propose solutions based on incentives, improvement of contracts and innovations in control mechanisms of financial institutions and organizations, whose treasury stock are negotiated in stock markets.

KEY WORDS: Agency theory, financial markets, information asymmetry.

RÉSUMÉ

Les problèmes d'information, gouvernement et control sur les institutions financières

L'article étudie les contributions de la Théorie de l'Agence développée pendant les quatre dernières décennies, pour essayer d'expliquer et de résoudre les problèmes d'asymétrie de l'information et du comportement opportuniste sur les marchés financières, ses institutions et les compagnies financées par l'émission d'actions (sociétés anonymes). Les problèmes d'asymétrie de l'information, la sélection défavorable, le hasard moral et le cadre général des contrats entre le principal et l'agent, constituent le noyau de cette théorie. En conclusion, l'approche de l'Agence devient efficace pour expliquer beaucoup de ces phénomènes, et pour proposer des solutions qui ont comme base des incitations, l'amélioration des contrats et les innovations des mécanismes de contrôle des institutions financières. Et des organisations dont les titres de propriété sont négociés dans les bourses de valeurs.

MOTS CLEFS: Théorie de l'agence, marchés financiers, asymétrie de l'information.

Problemas de Información, Gobierno y Control en las Instituciones Financieras y en las Empresas Financiadas por Acciones: el Enfoque Contractual de Agencia

Introducción

En las ciencias económicas y administrativas los enfoques positivos analizan el comportamiento de la gerencia concentrándose en el estudio de los procesos y factores que explican cómo SE TOMAN LAS DECISIONES, y no en la prescripción de reglas que señalen cómo DEBERÍAN TOMARSE LAS DECISIONES en la empresa, una característica que comparten los enfoques normativos. Por otra parte, los enfoques positivos se han orientado a menudo hacia la construcción de modelos explicativos de las prácticas gerenciales derivadas de la crucial separación entre la propiedad y la administración de la empresa, un rasgo fundamental de la organización económica moderna.

Uno de estos enfoques es el de la Teoría de la Agencia, la cual ha dejado firmemente establecido el hecho de que los gerentes -el elemento clave dentro del sistema de dirección y gobierno de la empresa-, persiguen el logro de su propia escala de preferencias en materia de ingresos, carrera profesional y de riesgos, razón por la cual los propietarios de la empresa deben estar dispuestos a asumir ciertos costos de control para asegurarse del cumplimiento de objetivos básicos y propiciar así la rentabilidad y la existencia misma de la compañía, en un ambiente competitivo propio de la economía de mercado. Además, es en los mercados y en las instituciones financieras donde se encuentra abundante evidencia de los problemas de información asimétrica, gobierno y control que obligan al desarrollo de fórmulas contractuales más ajustadas a las necesidades de los diferentes agentes económicos con el fin de alcanzar un mejor desempeño de un sistema complejo, sensible y basado en el uso intensivo de la información para la toma de decisiones de inversión y financiación que afectan al conjunto de la producción y de la sociedad.

El presente artículo discute las contribuciones de la Teoría de la Agencia al planteamiento y la solución de problemas típicos de la economía contractual (asi-

metría de la información, decisión adversa, riesgo moral, etc.), a partir del examen de sus diferentes aplicaciones en los ambientes especializados de los mercados financieros, las instituciones financieras y las compañías financiadas por medio de acciones (sociedades anónimas), cuyos títulos se negocian en las Bolsas de Valores .

El texto se divide en cuatro partes estrechamente vinculadas entre sí. En una primera parte se exponen los problemas de información en los mercados financieros y sus instituciones, mientras que en la segunda parte se examinan en detalle los conceptos de principal y agente, esenciales para la comprensión de la teoría en general. En la tercera parte se presentan los problemas de agencia en la banca comercial y en la cuarta parte se aborda el problema de agencia a nivel corporativo, con un énfasis particular en la función financiera de la empresa. Por último, se presentan las conclusiones del trabajo.

Este artículo ha sido elaborado por el Grupo de Investigación en Contabilidad Pública y Gestión de la Facultad de Ciencias de la Administración de la Universidad del Valle, conformado por los profesores Néstor Moreno Meza, Belisario Moreno Perlaza y Omar de Jesús Montilla, en desarrollo del proyecto de trabajo académico correspondiente al año académico 2000-2001.

1. Información, Mercados e Instituciones Financieras

En la economía moderna las instituciones financieras cumplen un papel fundamental en los procesos de creación de valor mediante el desarrollo de sus habilidades de intermediación en los mercados de activos financieros (depósitos, títulos valores, derivados, etc.) que permiten ajustar las diferencias que tienen los agentes económicos en términos de preferencias por la liquidez, búsqueda de oportunidades de inversión y actitud frente a los niveles de riesgo percibidos en un entorno y un horizonte de tiempo determinados. Por supuesto que la noción de agentes económicos se aplica tanto a individuos, hogares, empresas o el gobierno como participantes activos en los mercados financieros en calidad de ahorradores, inversionistas, demandantes y usuarios del crédito e inclusive en el papel de regulador que adopta con frecuencia el gobierno. Pero al observar el funcionamiento del mercado financiero resulta legítimo preguntarse : ¿ por qué se necesitan las instituciones financieras como intermediarios para resolver las diferencias y atender necesidades par-

ticulares de los individuos y las empresas ?, ¿ por qué los consumidores y los inversionistas no se reúnen por su propia iniciativa y reasignan los recursos?.

La respuesta más simple a estas preguntas nos señala que las instituciones financieras desarrollan capacidades y habilidades especiales que les permiten hacer compatibles la gran diversidad de necesidades, preferencias y expectativas que muestran los individuos y los centros de decisión de las empresas en el mercado. Esta función de intermediación involucra una creación de valor en la economía y exige, como requisito general, la obtención y el uso de -información especializada- que debe ser desarrollada y utilizada con un alto contenido de profesionalismo y responsabilidad, esenciales para el cumplimiento de la misión institucional en un conjunto de organizaciones que ante todo debe generar confianza a los participantes en el mercado.

Por lo menos tres tipos de información son visibles en las entidades prestadoras de servicios financieros en el mercado moderno : información del mercado, información técnica e información del cliente.

1.1 Información del Mercado

La información del mercado que obtienen, procesan y utilizan las instituciones que prestan servicios financieros se refiere a datos clasificados y analizados acerca de agentes económicos que ofrecen o demandan activos reales y financieros. En consecuencia, esta información comprende la identificación de oferentes y demandantes de activos reales y financieros disponibles en los diferentes mercados. Además, la información pertinente no sólo se refiere a la oferta y demanda de bienes o de instrumentos financieros sino también al nivel de riesgo y su distribución, al igual que las preferencias de los agentes económicos en materia de riesgo. La existencia de mercados de deuda con información especializada acerca de oportunidades de inversión y estimaciones de riesgo ilustran la importancia de esta información en los mercados internacionales, como se observó durante la década de los ochenta al manifestarse con rigor la crisis de la deuda externa en América Latina.

1.2 Información Técnica

La información técnica en el ámbito de las instituciones financieras involucra la organización y el suministro de datos relacionados con la compra y venta de

activos financieros, activos reales o de otros activos o derechos con valor económico en los mercados domésticos o internacionales. La información técnica involucra entonces precios, tasas de rentabilidad, volúmenes de negocios, comportamiento histórico de variables económicas y financieras y preparación de pronósticos especializados. El desarrollo de esta información ha exigido -cada vez más- la aplicación de redes complejas con sofisticadas tecnologías informáticas y de telecomunicaciones (Internet, tarjetas inteligentes, ATMs, interconexión entre bolsas de valores, etc.)

1.3 Información del Cliente

Para todas las instituciones financieras existe otro tipo de información que presenta gran importancia en sus operaciones y se trata de la relacionada con las especificidades de sus clientes individuales y de su portafolio de clientes empresariales. Esta información se refiere a los perfiles de liquidez, oportunidades de inversión, actitud frente al riesgo y expectativas de rentabilidad de las empresas y de los agentes económicos individuales.

Esta información resulta básica en el proceso de hacer explícitas las necesidades del mercado y las oportunidades de obtener beneficios en el mismo, creadas a partir de la dinámica que entrelaza el ahorro y la inversión en el circuito económico. Sin embargo, captar y desarrollar esta información es una tarea compleja en razón de la naturaleza y los múltiples determinantes de las decisiones tomadas por los agentes económicos a nivel individual o empresarial. La función de las instituciones financieras se complica además por la tendencia latente y manifiesta de los agentes económicos a procurarse ventajas en su relación absteniéndose de revelar todos los detalles y consecuencias relevantes de sus decisiones. En resumen, los clientes actuales o potenciales de las instituciones financieras pueden esconder información relevante acerca de sus condiciones económicas reales o de sus planes futuros y es claro que este comportamiento genera algún grado de riesgo en la labor de intermediación. Este punto conduce directamente al problema de la asimetría de la información.

1.4 Asimetría de la Información

En la literatura económica y financiera el concepto de asimetría de la información se refiere a las diferencias existentes en el acceso a información relevante para la toma de decisiones en los mercados.

Los académicos del campo del conocimiento especializado en el estudio de los mercados y las instituciones de servicios financieros (ver, por ejemplo, DIETRICH, J. K. , 1996 , FABOZZI et al., 1996 y KOHN, M., 1994) destacan la distinción entre dos tipos de asimetría de la información. Por un lado se tiene el caso de la información que se relaciona con una situación o una calificación que un agente económico conoce pero que no puede ser observado por agentes externos; a este tipo de asimetría se le denomina información oculta o escondida (hidden information).

Por otra parte, también existe un segundo tipo de asimetría de la información derivada de la existencia de acciones que pueden ser emprendidas por los agentes económicos y que no son susceptibles de medición o de observación por terceros ; a este segundo tipo de asimetría se le conoce con el nombre de acciones o comportamientos ocultos o escondidos (hidden actions).

El ejemplo clásico de la importancia económica de la información oculta remite al artículo publicado por George Akerlof en el *Quarterly Journal of Economics* (The Market for «Lemons»; Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, pp.488-450, 1970), en el cual se analizó el mercado de los vehículos usados, tan favorable para las prácticas de información oculta que finalmente inciden en la determinación de unos niveles de precios bajos y un volumen de transacciones reducido. Pero existen también otros ejemplos, como el de los aspirantes a un nuevo empleo, que sólo suministran datos parciales acerca de sus capacidades y expectativas, el de los malos conductores y el de los individuos que toman pólizas de seguro de vida, salud o tratamiento médico sin revelar sus verdaderas condiciones de salud en el momento de su afiliación.

Las acciones ocultas también presentan ejemplos comunes en la vida económica. Entre ellos se cuentan los casos de los trabajadores que cuentan con remuneraciones fijas y que muestran rendimientos por debajo de lo esperado. Pero en la prestación de servicios financieros se tiene también la acción oculta de ciertos gerentes de empresa, que tratan de asegurar a toda costa el éxito de los proyectos financiados con fondos obtenidos en préstamo.

1.5 Riesgos de Selección Adversa y Azar Moral

La existencia de informaciones y acciones ocultas han conducido a la formulación de dos problemas relevantes para la teoría económica y financiera moderna:

la selección adversa y el azar moral. La selección adversa tiene lugar cuando los individuos o las empresas se aprovechan de los términos o de los precios que les resultan favorables y ocultan información que les daría una mala calificación en la evaluación de la contraparte, en el marco de la perspectiva de una relación contractual. Precisamente, la selección adversa se presenta ANTES de la relación contractual.

De otra parte, la expresión « azar moral » se utiliza en economía y finanzas para describir el riesgo de ciertas acciones que los clientes, asociados o proveedores de bienes o servicios pueden emprender DESPUÉS de establecer una relación contractual. El azar consiste entonces en el daño que un individuo o una empresa puede ocasionar a sus contrapartes al perseguir sus propios intereses en forma exclusiva o prioritaria, rompiendo los acuerdos, objetivos o equilibrios definidos en su contrato.

El azar moral resulta también común en la prestación de servicios financieros. Por ejemplo, un empresario puede sentirse tentado a mantener o aplicar normas de mantenimiento totalmente inadecuadas para su fábrica cuando el costo de la póliza de seguros incendio, explosión y estabilidad de sus equipos es relativamente bajo. A su vez, otro empresario a quien se otorgan créditos bancarios podría desviar los fondos recibidos en préstamo para inversión o ampliación del capital de trabajo y proceder a adquirir bienes de lujo no productivos, a menos que se establezca algún tipo de control o límite a su comportamiento discrecional.

Los problemas de selección adversa y azar moral parecen inevitables en el funcionamiento real de los mercados y en las tomas de decisiones que efectúan los diversos agentes económicos. Además, pueden generar crisis en mercados específicos al crear riesgos muy onerosos y al crear situaciones en que los «buenos clientes» terminan pagando los costos de selección adversa y azar moral de los «malos clientes». En términos económicos, estos problemas resultan a menudo en que los clientes tienen que pagar un costo excesivo por los riesgos existentes en el mercado y, en consecuencia, se hace imposible la optimización de las decisiones de inversión y consumo que normalmente facilitan los intercambios de recursos.

La reducción de los costos inherentes a las asimetrías en la información genera valor y algunos estudiosos de los mercados financieros estiman que la razón de ser de la existencia de las instituciones financieras se encuentra en sus capacida-

des para hallar fórmulas de solución a los problemas derivados de las asimetrías en la información, es decir a los problemas de selección adversa y azar moral.

Como lo establecieron S.J. GROSSMAN y J. E. STIGLITZ en su artículo «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets» (American Economic Review, June 1980, pp. 393-408), los precios en el mercado no pueden ser eficientes (desde un punto de vista informacional) en el sentido de que reflejen toda la información disponible. Para el mercado puede resultar muy costoso reunir la información relevante y por ello los precios de los activos se apartan bastante de los valores intrínsecos para compensar los costos de acumular la información y asumir las eventuales pérdidas derivadas de las asimetrías en la información. De acuerdo con estos dos analistas, los precios del mercado financiero pueden ser engañosos y por lo tanto ineficientes.

Muchos economistas van más allá de la tesis de Grossman y Stiglitz y afirman que el valor de la información de los precios prevalecientes en los mercados financieros es bastante limitado. Por ejemplo, en los mercados bursátiles se observa a menudo que el valor de la información contenida en los precios es «excesivamente volátil», porque las variaciones en las utilidades o ganancias de las empresas emisoras de títulos no permiten explicar el comportamiento de las acciones y bonos negociados en las bolsas de valores. Por ello, muchos economistas consideran que los problemas existentes con el funcionamiento insatisfactorio de los mercados de capitales exigen estrecha supervisión y regulación, recomendación que se hace mucho más explícita cuando se dan sobresaltos como el de octubre de 1987 en las principales bolsas de valores del mundo.

Es evidente que el debate relacionado con la eficiencia, ineficiencia, o grado de eficiencia de los mercados financieros no puede resolverse en forma definitiva con los instrumentos de análisis disponibles en la actualidad. La afirmación perentoria de que los mercados no son eficientes se utiliza a menudo para defender las propuestas de mayor regulación y control gubernamental; pero también es claro que los controles y las intervenciones directas de las autoridades financieras (la SEC en los Estados Unidos, la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores en Colombia) no han logrado demostrar un desempeño superior en la práctica. El problema con una mayor regulación proviene de su efecto adicional en la distorsión de los precios prevalecientes en el mercado, distorsión que se suma a las provocadas por la interacción entre agentes económicos desinformados, impulsivos o impulsados por el afán de ganancias rápidas.

En consecuencia, la regulación indiscriminada de los mercados sobre la base de la existencia de costos de la información y de asimetrías de la información no parece conveniente en vista de su ineficacia en la práctica. Tal parece que la aplicación de mayores regulaciones de los mercados que ya han logrado cierto nivel de eficiencia resulta excesivamente costosa y contraproducente; cada caso de regulación adicional debería ser considerado cuidadosamente, según lo advierten muchos expertos como el premio Nobel de Economía de 1990, Merton H. Miller. Lo cual justifica mucho más una revisión detallada de los problemas de asimetrías de la información inherentes a los contratos y las relaciones de agencia en los mercados, analizados al tenor de la teoría económica moderna.

2. Principal, Agente y Teoría de la Agencia

Algunos estudios especializados han permitido el análisis sistemático de los problemas causados por las asimetrías de la información y las diferencias en comportamientos, preferencias y oportunidades creadas alrededor de la selección adversa y del azar moral (también llamado por algunos riesgo moral). Este cuerpo de conocimientos se conoce con la denominación de Teoría de la Agencia en el análisis económico moderno.

La Teoría de la Agencia constituye un análisis simplificado de las relaciones que se establecen entre diferentes actores económicos que toman decisiones en condiciones contractuales. Esta Teoría considera dos perfiles de individuos que toman decisiones económicas: principales y agentes. Estas denominaciones son convencionales y propias de este enfoque teórico que parte del objetivo de estudiar y lograr una solución económica que induzca a tomas de decisiones y comportamientos del agente (contratista) que resulten favorables (o por lo menos no perjudiciales) al propósito declarado del principal (contratante).

En la Teoría de la Agencia se define al principal como el individuo o centro de decisión económica (individuo o empresa) que puede derivar ganancias o pérdidas de la intervención del agente (contratista). Este principal puede ganar o perder recursos a partir de decisiones económicas que lo enfrenten a una información oculta o una acción oculta por parte del agente en el marco de su relación contractual. En casi todos los casos analizados bajo la óptica de esta teoría, el principal confía o transfiere recursos económicos a un agente mediando ciertas condiciones

que definen la conveniencia de un contrato entre las partes. En principio, en el marco de un problema típico de este género el agente percibe un incentivo para aprovechar la relación en su propio beneficio -excediendo con ello los términos acordados- y utilizando con este fin las ventajas ofrecidas por la información oculta y las facilidades existentes para emprender una acción oculta que no pueda ser detectada fácilmente por el principal durante el tiempo de duración de la relación principal-agente.

En muchos casos los términos y las condiciones que rigen la relación entre el principal y el agente pueden reducir e inclusive eliminar el peligro que representa para el principal la asimetría de la información. Estos términos y condiciones de la relación se denominan el Contrato de Agencia y el análisis de los elementos contractuales óptimos constituye una característica fundamental de esta teoría.

Dos ejemplos relacionados con la actividad económica de los servicios financieros permiten aclarar los conceptos de principal y agente, así como los problemas de su relación en el mundo real de los negocios. Una compañía que vende seguros de vehículos cumple el papel del principal en relación con su clientela porque mediante la expedición de una póliza se compromete a transferir recursos (indemnizaciones) en el evento de que ocurra un accidente, a partir del cual se generen daños. Por su parte, el conductor que solicita la expedición de una póliza de seguro para su carro sería el agente en el análisis económico de este caso, puesto que su habilidad y su actitud del es una información oculta en el momento de la presentación de la solicitud, y sus comportamientos probables en la carretera o en la vía pueden asimilarse a un riesgo de azar moral. Por último, la póliza de seguro del vehículo sería el contrato suscrito entre las dos partes.

Otro ejemplo sería el de los contratos de préstamo. En este caso el prestamista sería el principal porque es él quien se compromete a transferir los recursos económicos del préstamo. A su turno, el prestatario sería el agente en este caso porque está dentro de sus posibilidades esconder información acerca de los riesgos verdaderos inherentes a las inversiones financiadas con el préstamo o a la asignación real que se dará a los fondos obtenidos en una operación de esta naturaleza. Las acciones emprendidas por el prestamista una vez que ha recibido el dinero a menudo no son observables ni controlables en la práctica y existe por lo tanto la eventualidad del azar moral.

2.1 Tratamiento del Problema de Selección Adversa

La Teoría de la Agencia ha identificado algunas regularidades en el comportamiento de los agentes que sirven para formular los fundamentos de la solución de los problemas inherentes a este tipo de relaciones contractuales. En primer lugar, es preciso señalar que la mayoría de los «buenos agentes» (los menos riesgosos) que actúan en la economía tienen un marcado interés en diferenciarse claramente de los agentes con calificaciones inferiores o que involucran mayores riesgos; todo ello con el propósito racional de mejorar las condiciones de su negociación (menores costos o mayores ingresos) con los principales.

Aprovechando esta característica, la teoría propugna la publicación o la negociación de los términos aplicables a una relación financiera con miras a permitir que el principal reduzca sus problemas de selección adversa. Por ejemplo, en algunos casos resulta preferible ofrecer varios formatos de contrato alternativos con diferentes precios y condiciones; esta fórmula de solución se basa en la observación de que si las condiciones del contrato son elaboradas cuidadosamente por el principal, los agentes o clientes tenderán a revelar sus verdaderas condiciones o intenciones en el marco de una auto-revelación. Es lo que ocurre cuando una compañía aseguradora de autos ofrece diferentes combinaciones de primas y de deducibles aplicables a la ejecución de las pólizas. Una opción sería la de ofrecer un deducible elevado ligado a una prima económica y, alternativamente, un deducible pequeño vinculado a una prima de seguro elevada. Ante estas dos posibilidades, los conductores que conllevan poco riesgo con su comportamiento se inclinarían por la oferta de altos deducibles y primas reducidas, en razón de su bajo nivel de accidentalidad y menor probabilidad de llegar a presentar una solicitud de indemnización a la aseguradora. Por el contrario, los conductores menos hábiles o imprudentes estarían inclinados por adquirir la póliza con menor deducible aunque se vean obligados a cancelar primas más elevadas.

De esta manera, la teoría propone que se propicie la revelación de la información escondida por los clientes que son agentes potenciales mediante el uso de diferentes términos y condiciones contractuales que permitan separar los «malos riesgos» de los «riesgos aceptables».

2.2 Tratamiento del Problema del Azar Moral

Una vez que se firma un contrato, el agente puede emprender acciones que lesionan los intereses del principal o puede desempeñarse en forma deficiente fren-

te al nivel de compromiso adquirido. Por ello la Teoría de la Agencia propone dos tipos de soluciones tendientes a reducir el riesgo moral: una solución basada en la inclusión de incentivos y otra solución basada en los controles a los contratos de agencia.

El primer tipo de solución implica la incorporación en el contrato de incentivos a los agentes que se consideran compatibles con los que motivan la conducta del principal. Es lo que se logra cuando se conceden bonificaciones en acciones de la empresa a los ejecutivos de buen desempeño (estos incentivos son substanciales sobre todo en períodos de alta valorización bursátil) y cuando una compañía de seguros concede un descuento en las primas de seguros que cobra a quienes se han abstenido de presentar reclamos por indemnización de accidentes durante todo un período anual. Las cuotas moderadoras serían también una solución de este tipo en los servicios sociales de salud.

La segunda solución propuesta por la teoría supone la incorporación de una monitoría y un control que verifiquen la conformidad en la ejecución del contrato de agencia y se valgan de instrumentos legales y técnicos para exigir su cumplimiento durante la vigencia. Esta solución es más bien de tipo coercitivo y se refiere a la previsión de controles en el contrato para hacer seguimiento y medición del desempeño del agente. Es el caso de la implantación de las auditorías externas y de las revisorías fiscales en las sociedades anónimas, por ejemplo. Esta solución está vinculada también con el problema del costo de los controles y la monitoría que generalmente deben ser realizados con el concurso de especialistas y abogados cuyas tarifas pueden alcanzar niveles considerables que resultan incompatibles con la realización de ciertos contratos. Pero, también es claro que la existencia de estos costos implica la posibilidad de que algunas organizaciones se especialicen en la monitoría y el control eficientes de ciertos tipos de contratos que resulten en ventajas competitivas para la empresa.

En resumen, la Teoría de la Agencia aporta los elementos fundamentales para explicar las conflictivas relaciones entre dos tipos de agentes económicos (principales y agentes) partiendo de la existencia de condiciones económicas generales (como la existencia de información asimétrica, información oculta y acción oculta en los mercados y las organizaciones) que conducen a la caracterización de la SELECCION ADVERSA (que se presenta antes de la firma del contrato de agencia) y del AZAR MORAL (que puede sobrevenir durante la ejecución del

contrato de agencia), como problemas fundamentales de su análisis. También aporta los elementos generales que sirven de base para generar soluciones a este tipo específico de problemas. La Figura 1 contiene las líneas esenciales trazadas por la teoría y sirve de referencia para aplicar sus conceptos a los casos de las instituciones financieras y de la función financiera en la empresa, que se examinan a continuación.

FIGURA 1

LOS PROBLEMAS DE AGENCIA

Antes de la firma del contrato

Principal : Información oculta Selección adversa

Agente: Negociar el mejor contrato

Firma del contrato —————→

Después de la firma del contrato

Principal : Azar moral Acción oculta

Agente : Cumplimiento del contrato suscrito

Terminación del contrato —————→

3. Los Problemas de Agencia en la Banca

Los bancos y, en general, las instituciones financieras pueden asumir los dos roles de principal y de agente en el desempeño de sus funciones de intermediación, de asesoría y consejería. Como se sabe, las instituciones financieras desarrollan sus actividades económicas de prestación de servicios especializados en un ambiente de particular complejidad caracterizado por una creciente competencia entre las firmas del sector y una severa regulación y supervisión por parte de las autoridades monetarias y financieras. Las graves repercusiones que han tenido las crisis financieras en todo el mundo (la caída de la Bolsa de Valores de Wall Street en 1929, que desencadenó la Depresión de los años 30, y en octubre de 1987 constituyen un buen ejemplo de ello) y en Colombia (crisis financieras de 1982 y 1998) han reforzado las medidas de supervisión y control gubernamental en todos los sistemas económicos nacionales pero, en el plano internacional, la creciente movilidad de los capitales ha creado condiciones especiales de competencia entre las entidades bancarias en un complejo entorno no exento de sobresaltos como la quiebra del Banco Barings de Inglaterra y la grave contracción del valor de los activos y del patrimonio de la banca japonesa en los años noventa.

En las operaciones típicas de captación y colocación de dineros se refleja la doble condición de principal y de agente que puede asumir la institución bancaria. En las operaciones activas de concesión de préstamos, el banco asume la condición de principal y está sometido a los problemas de selección adversa de sus clientes y de azar moral por la posibilidad de un comportamiento oportunista por parte de los prestatarios, posterior a la firma del contrato de préstamo. A su vez, en las operaciones pasivas de captación de dineros el banco se convierte en un agente económico al cual los ahorradores confían sus recursos con miras a proteger, mantener y acrecentar sus fondos. Un ahorrador que confía sus recursos al banquero mediante la apertura de cuentas de ahorro o la constitución de depósitos a término fijo es un principal que contrata un agente (el banquero), impulsado por su función de utilidad y su aversión al riesgo que lo induce a buscar la mejor ubicación para sus dineros dentro del sistema financiero.

En este caso el gerente de banco posee cierta información acerca de los activos del banco y de sus riesgos que no está disponible para los ahorradores. Por esta razón, en la mayoría de los sistemas financieros se han creado **SEGUROS DE DEPOSITOS**, que constituyen una respuesta específica al problema de agen-

cia que enfrentan los ahorradores que confían sus fondos a la banca oficial o privada. Además, en la banca moderna se han desarrollado mecanismos adicionales para agregar transparencia, confiabilidad y racionalidad a las decisiones de los ahorradores y de los inversionistas en el mercado financiero; uno de ellos se observa en el surgimiento de las FIRMAS ESPECIALIZADAS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS, como Duff and Phelps y Standard and Poors, que cumplen una misión especial de medición y control de los riesgos inherentes al desempeño de las instituciones financieras en el mercado.

3.1 Gerencia y Propiedad en la Banca

La Teoría de la Agencia aportó un enfoque positivo al análisis del problema derivado de la separación entre gerencia y propiedad de las instituciones bancarias, situación típica de las entidades financieras contemporáneas. La teoría clásica de la firma dominó durante largo tiempo el análisis de la toma de decisiones de la firma con su concepción normativa, según la cual, si una decisión reporta ganancias netas a los propietarios, debe ser adoptada por la gerencia; la teoría clásica no deja dudas de que son los propietarios de las instituciones quienes fijan los objetivos y los criterios para la administración de sus entidades.

Al contrario de la teoría económica clásica de la firma, la Teoría de la Agencia se aparta del enfoque normativo tradicional para centrarse en el comportamiento real de los gerentes; sobre esta base el examen del problema de agencia que se crea con el divorcio entre gerencia y propiedad en la empresa moderna parte de la consideración de que los gerentes no difieren substancialmente de los individuos comunes y corrientes y, por consiguiente, si no se crean mecanismos especiales de supervisión y seguimiento a su desempeño, tenderán a seguir sus preferencias personales en términos de riesgo y rentabilidad. Ello significa que los propietarios de las firmas pueden incurrir en costos de control al desempeño de los gerentes, en su afán de asegurarse la prevalencia de sus propios objetivos y preferencias.

La Teoría de la Agencia ha caracterizado las relaciones existentes entre gerentes que NO SON PROPIETARIOS (son agentes) y los accionistas o propietarios de entidades financieras (principales), así como los contratos derivados de las mismas. En un extremo del análisis, este contrato de agencia podría ser estructurado de tal manera que cada acción del agente fuera prevista en detalle y supervisada estrechamente, dejando al agente sin capacidad

discrecional alguna. Pero, bajo estas condiciones el desarrollo del contrato resultaría bastante costoso para el principal.

Como alternativa extrema, el principal podría considerar la posibilidad de reconocer plena confianza en el juicio del agente y otorgar discrecionalidad total al gerente con quien ha suscrito el contrato. En esta eventualidad los costos de supervisión y seguimiento a las acciones emprendidas por el agente serían prácticamente nulos, pero las pérdidas potenciales derivadas de una búsqueda de satisfacción de los intereses personales del agente, en forma exclusiva, podrían llegar a ser insostenibles para el propietario del capital que financia la empresa. Por consiguiente, en la mayoría de los casos del mundo real se observan situaciones intermedias en el desarrollo de los contratos entre principales y agentes o entre propietarios y gerentes de las firmas. A este respecto, siguiendo la definición aportada por Jensen y Meckling en su artículo de 1976, todas las reducciones en los beneficios/ganancias derivados de los contratos que rigen la separación entre la propiedad y el control de la empresa deben considerarse como **COSTOS DE AGENCIA**.

En la práctica, los costos de agencia pueden asumir diversas formas o denominaciones, tales como los gastos legales de redactar y aplicar contratos que limitan las remuneraciones de los gerentes y sus cuentas de gastos de representación, o los recursos empleados por la gerencia para convencer a los propietarios del capital acerca del buen desempeño alcanzado por la dirección de la empresa; estos son algunos ejemplos de los costos de seguimiento explícitos que deben ser asumidos por el principal en defensa de sus intereses. Pero existe también otro tipo de costos de agencia en una entidad financiera, por ejemplo, que puede ser más difícil de prevenir o detectar en el cumplimiento del contrato; a este respecto se menciona a menudo la pérdida de ingresos para el banco que tiene lugar cuando el gerente otorga un préstamo a bajas tasas de interés con destino al negocio de un amigo, sin que ello esté justificado por un bajo nivel de riesgo asumido en esta operación. Por otra parte, el economista Oliver Williamson llamó también la atención sobre la existencia de una preferencia por los gastos gerenciales, según la cual existe una inclinación bastante difundida entre ciertos gerentes hacia la contratación de numerosos asistentes y asesores, por encima de las verdaderas necesidades que demanda su función, la dotación de lujosas oficinas, o la realización de costosos viajes y de otros gastos no siempre justificados. Todos estos costos de agencia están en contravía de los intereses de los propietarios que arriesgan el capital suscribiendo acciones de los bancos o de las firmas financiadas con capital de riesgo en general.

En la actualidad, muchos expertos atribuyen la mayor importancia al estudio de las relaciones de agencia llegando a afirmar que toda discusión acerca del gobierno, la dirección y la gerencia de las organizaciones o instituciones solo resulta realista si se consideran las implicaciones de los contratos que vinculan los agentes con los principales en los mercados y la economía. Desde el punto de vista de los analistas de los problemas de agencia, debería otorgarse la mayor atención al estudio de fórmulas alternativas para minimizar los costos de agencia en las relaciones económicas. Además, conviene subrayar que bajo la óptica de esta teoría positiva los gerentes se rigen, en lo fundamental, por un criterio que toma en consideración los beneficios netos que ellos derivan de sus decisiones y acciones. Por consiguiente, los propietarios o accionistas de las entidades financieras deberían esforzarse por elaborar contratos de agencia que generen costos más bajos que los esperados bajo circunstancias en las cuales la gerencia toma decisiones sin una apropiada supervisión y control ; de allí la importancia del desarrollo de los organismos de control apropiado como la publicación de informes financieros periódicos, la auditoría externa, la revisoría fiscal, las atribuciones de la Junta Directiva de la firma, las limitaciones a las facultades para el otorgamiento de créditos y los informes independientes de consultores y asesores.

La existencia de agudos problemas de control relacionados con la estructura de propiedad parece confirmarse con las quiebras de las instituciones de ahorro y crédito (Savings & Loans) en los Estados Unidos de América, en los años ochenta, y las quiebras de las cooperativas de ahorro y crédito en Colombia, en los años noventa. Lo cual confirma aún más la importancia de los aportes ofrecidos por la Teoría de la Agencia en la búsqueda de soluciones realistas a los problemas de dirección, gobierno y control de las instituciones financieras y de las organizaciones en general.

4. Los Problemas de Agencia a Nivel Corporativo

Por cerca de treinta años, la Teoría de la Agencia aplicada a las finanzas corporativas se ha convertido en un importante tema de análisis e investigación en el campo de las ciencias administrativas. Como se sabe, esta teoría ofrece un examen y una explicación sistemática de las relaciones entre los propietarios y los gerentes de las empresas (corporations) financiadas por medio de acciones que se compran y venden libremente en las Bolsas de Valores ; por lo tanto, puede asimi-

larse también a una teoría del gobierno y control de las corporaciones y, en forma más general, de las organizaciones.

En la mayor parte de las empresas de propiedad privada que existen en el mercado, existe una identidad entre propietarios y gerentes de las firmas (sociedades de personas, de responsabilidad limitada, en comandita, empresa unipersonal) que permite una operación con objetivos, metas, necesidades y recursos financieros claramente establecidos. También sería este el caso de las sociedades anónimas cerradas, que no ofrecen sus acciones en el mercado público de valores, precisamente con el ánimo de conservar la propiedad, la dirección, el control y el gobierno de la empresa. Pero en la medida que la sociedad anónima se abre a la propiedad del público en general, mediante la oferta de sus acciones en las Bolsas de Valores, la gerencia y la dirección de la firma asumen el papel de un AGENTE que toma decisiones atendiendo los intereses generales de TODOS LOS ACCIONISTAS, que se han convertido en los propietarios de la organización mediante la suscripción y el pago de sus títulos.

La diversificación de intereses que implica la ampliación de la propiedad accionaria y el surgimiento de una relación enmarcada en un contrato de agencia entre accionistas y gerentes, dan lugar a su vez a una serie de diferencias y conflictos entre el principal (los accionistas) y el agente (el gerente) que pueden ser estudiados en el desarrollo general de esta teoría. Además, la proliferación en las dos últimas décadas de las tomas de control hostiles, las absorciones, compras y fusiones de sociedades anónimas, han puesto en mayor evidencia la importancia y los alcances reales del contrato de agencia a nivel corporativo, dadas sus implicaciones globales para el desempeño y la conducción de estas organizaciones en el largo plazo.

Aplicada a la función financiera de tipo corporativo (sociedad anónima abierta al ambiente de la Bolsa de Valores), la Teoría de la Agencia presenta una visión más clara y sintética de los problemas que caracterizan las relaciones entre accionistas y gerentes y aporta algunas guías para su solución a partir de la caracterización de las asimetrías de la información existentes, y de los riesgos de selección adversa y azar moral que deben enfrentarse en el marco de esta relación contractual específica. Para reducir los riesgos inherentes a la selección adversa se han propuesto mecanismos tendientes a hacer más transparente el mercado laboral, mediante el recurso de la referenciación y evaluación técnicas e independientes

por parte de agencias especializadas en el reclutamiento y selección en el mercado laboral de ejecutivos.

Como los problemas de asimetría de la información tienden a aumentarse en la medida que la gerencia controla los mecanismos y las variables claves del sistema de información de la empresa, la investigación en este campo ha insistido en la necesidad de contar con sistemas de información y control independientes, como sería el caso de las auditorías externas y la revisoría fiscal, con el fin de lograr un mayor equilibrio que dificulte o impida efectivamente el desarrollo de una acción oculta y la materialización de un riesgo moral, particularmente en materia de inversiones, flujos de efectivo y gastos a discreción de la gerencia. El papel de la Junta Directiva a este respecto también resulta crítico como mecanismo de gobierno y control efectivo sobre el comportamiento de la gerencia y el desempeño de la organización.

Pero el problema de agencia no puede resolverse exclusivamente recurriendo a mecanismos y procesos de control; es preciso actuar también en el campo de los incentivos para aproximar los intereses del gerente con los de los accionistas de la empresa. Para ello los investigadores han propuesto aprovechar los incentivos que ofrece la participación del gerente en la propiedad de la sociedad anónima, mediante el ofrecimiento y otorgamiento de bonificaciones en acciones, basadas en el nivel de desempeño y el cumplimiento de metas acordadas con los accionistas o sus representantes en la Junta Directiva.

4.1 Costos de Agencia y Valor de la Empresa

Diferentes trabajos de investigación publicados a partir del conocido artículo divulgado por Jensen y Meckling en 1976, pusieron en evidencia las importantes relaciones existentes entre el tipo de financiación de la empresa, los costos de agencia generados por la separación de la gerencia y la propiedad de la compañía, y la formación de su valor bursátil en el mercado de acciones.

El estudio de Jensen y Meckling partió del reconocimiento del hecho de que en las grandes compañías financiadas por medio de títulos de propiedad accionaria, los gerentes actúan como AGENTES de una gran variedad de personas e instituciones. Los gerentes administran fondos suministrados por bancos, tenedores de bonos, proveedores, el Estado y otros acreedores. A su vez, los accionistas de la

empresa contratan los gerentes para encargarlos de las operaciones de la firma, lo cual crea COSTOS adicionales indispensables para mantener un adecuado control sobre el comportamiento de los ejecutivos.

Los acreedores controlan a los gerentes mediante la imposición de una serie de condiciones y restricciones que son enunciadas en los contratos de préstamo. Estas condiciones y restricciones se orientan al control de la nueva deuda que la empresa puede contratar en el mercado, a garantizar la liquidez y solvencia de la firma y a controlar el nivel de dividendos que se pueden distribuir a los propietarios de la compañía (accionistas). Por su parte, como se dijo anteriormente, los accionistas controlan a los gerentes con varios tipos de salarios, bonificaciones y programas de incentivos con pagos representados en paquetes de acciones de la sociedad, además de los controles más formales proporcionados por las auditorías externas, la revisoría fiscal, y la intervención de la Junta Directiva.

De lo anterior se desprende una conclusión importante para la función financiera de la empresa: los costos de agencia tienen un impacto negativo sobre el valor de la firma -puesto que deben ser asumidos por ésta-, y una estructura óptima de capital sería aquella que, a partir de diferentes tipos de costos de agencia, permita maximizar el valor de mercado de la sociedad anónima. Es decir, que la estructura óptima de capital debería reconocer el costo específico del sistema de gobierno y control adoptado a nivel corporativo, permitiendo así la valoración correcta de la empresa por parte de los agentes económicos que intervienen en el mercado de valores.

4.2 Distribución de Dividendos en Efectivo

Como último punto relacionado con la aplicación de la Teoría de la Agencia al ámbito de las finanzas corporativas es preciso señalar también la contribución al tema de la política de dividendos. A este respecto, los trabajos de Jensen, M. C. (1986) y otros artículos publicados en revistas especializadas resultan esclarecedores de los problemas de gobierno y control de la empresa, vistos en la perspectiva de las decisiones financieras.

La decisión de distribuir dividendos puede ser estudiada desde diferentes enfoques teóricos como el de Modigliani y Miller (irrelevancia en condiciones de mercados perfectos), el de Lintner (dividendo objetivo), las señales al mercado bursá-

til, las clientelas o preferencias de los accionistas, etc. Pero la percepción del problema de agencia involucrado en esta decisión tiene su mérito propio, puesto que al señalarse con mayor claridad los conflictos de interés existentes entre propietarios y gerentes al momento de decidirse acerca de la financiación de nuevas inversiones con fondos propios se está afectando la capacidad de distribuir dividendos en efectivo a los accionistas. Este enfoque parte de la noción del flujo de caja libre (free cash flow), definido como el flujo de efectivo EN EXCESO del requerido para financiar todos los proyectos de inversión de una empresa que tienen un valor presente neto (o valor actual neto) POSITIVO, cuando se descuentan al costo de capital relevante. La Teoría argumenta, a este respecto, que la distribución o pago del flujo de caja libre puede intervenir positivamente en la solución del conflicto entre accionistas y gerentes derivado de una utilización inadecuada de recursos por parte de la administración de la empresa.

En la medida que el flujo de caja libre se distribuye a los accionistas en forma de dividendos, desaparecen en su mayor parte las posibilidades de que la gerencia se desvíe con sus actuaciones de los objetivos básicos trazados por los propietarios del capital de riesgo. Por otra parte, se argumenta también que si la gerencia de la firma desea desarrollar proyectos de inversión no previstos o extraordinarios, podrá hacerlo, a condición de someterse a la disciplina y el escrutinio de los mecanismos existentes en los mercados financieros.

Conclusión

Un breve repaso de las contribuciones realizadas por la Teoría de la Agencia en los últimos treinta años permite afirmar que este enfoque ha logrado ampliar y mejorar la comprensión que tenemos acerca del funcionamiento de los mercados financieros y laborales así como de sus instituciones y organizaciones. A partir de conceptos básicos como los de principal, agente, asimetría de la información, selección adversa y azar moral este enfoque positivo ha permitido avanzar en la explicación y el análisis de los comportamientos de los agentes económicos que intervienen en el marco de una gran diversidad de relaciones contractuales.

También ha demostrado su capacidad para señalar y proponer innovaciones en los mecanismos de gobierno y control de instituciones (como los bancos y los mercados financieros) y organizaciones (como las sociedades anónimas inscritas

en las Bolsas de Valores), cuyo buen desempeño resulta crucial para la vida económica y el bienestar de la sociedad contemporánea

En resumen, podemos afirmar que esta teoría tiene gran valor explicativo y que se adapta fácilmente al análisis de un gran número de situaciones problemáticas estudiadas por las ciencias sociales, económicas, administrativas y contables. Su utilidad en el examen de los problemas de auditoría, contabilidad y control en la empresa privada y la administración del Estado se hace evidente y, por consiguiente, amerita un esfuerzo sistemático de investigación en este sentido, para propiciar un avance en las técnicas y métodos de gestión en el ámbito de los negocios y la administración pública nacional e internacional.

Bibliografía Consultada

DIETRICH, J. Kimball. «Financial Services and Financial Institutions». Prentice-Hall, Inc. USA, 1996. 797 pp.

EGUIDAZU MAYOR, Santiago. "Creación de Valor y Gobierno de la Empresa". Ediciones Gestión 2000. Barcelona, España, 1999. 389 pp.

GARDNER M. J. Y MILLS, D. L. "Managing Financial Institutions". Third Edition. Harcourt, Brace & Company. USA. 1994. 980 pp.

FABOZZI F J, MODIGLIANI F, FERRI, M G. "Mercados e Instituciones Financieras". Prentice-Hall Hispanoamericana S.A. México, 1996. 697 pp.

JENSEN M C. Y MECKLING W H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics, October 1976, pp. 305-360.

JENSEN M C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". American Economic Review, May 1986.

JENSEN M C. "Takeovers: Their Causes and Consequences". Journal of Economic Perspectives, 1988.

KOHN, Meir. "Financial Institutions and Markets". McGraw-Hill Book Co. Singapore. 1994.

ROSS, WESTERFIELD and JORDAN. "Fundamentals of Corporate Finance". Irwin/McGraw Hill series in Finance. International Edition. USA. 2000. 684 pp.

ZINGALES, LUIGI. "IN Search of New Foundations". The Journal of Finance, Vol.55. Boston, USA. August 2000. pp. 1623-1654.