

INDICE

ARTICULOS		
	JEAN TIROLE. El gobierno corporativo	9
	ALAN FAIRLIE REINOSO. El Perú frente a los procesos de integración en los noventa	61
	CECILIA GARAVITO. Empleo y desempleo: Un análisis de la elaboración de estadísticas	103
	FÉLIX JIMÉNEZ. Liberación, reestructuración productiva y competitividad en la industria peruana de los años 90	145

EL GOBIERNO CORPORATIVO*

Jean Tirole**

1. ¿QUÉ ES EL GOBIERNO CORPORATIVO?

La definición estándar de gobierno corporativo (*corporate governance*) que circula entre economistas y juristas alude a la defensa de los intereses de los inversionistas. Los economistas clásicos, desde Adam Smith (1776) hasta Berle y Means (1932) estuvieron interesados en la separación entre propiedad y control, esto es, la relación entre un “principal” (inversionistas, *oustisers*) y un “agente” (gerente, empresario, *insider*). Es generalmente aceptado que los gerentes pueden tomar acciones que perjudiquen a los accionistas. Los gerentes ejercen un esfuerzo insuficiente cuando están demasiado comprometidos en actividades externas a la empresa, cuando encuentran conveniente una contratación excesiva de personal o cuando descuidan el control interno de la empresa. Pueden beneficiarse construyendo sus propios dominios, gozando de prebendas, e incluso robando de la empresa-depredando sus fondos de pensiones, pagando sobrepagos a entidades afiliadas, e incluso sacando provecho de información interna. Por último, ellos pueden atrincherarse en sus cargos invirtiendo en industrias maduras o declinantes que ellos manejan muy bien, tomando riesgos que pueden ser excesivos (cuando su cargo está en peligro) o insuficientes (cuando éste es seguro), o resistiéndose a una compra de la empresa.

* El título original es *Corporate Governance*. Discurso presidencial de la Sociedad Econométrica presentado en Lima, octubre 1998.

** Profesor de la Universidad de Ciencias Sociales de Toulouse.

Este elemental problema de agencia sugiere una posible definición de gobierno corporativo como una solución tanto al problema de selección adversa como al de riesgo moral. De esta manera, una buena estructura de gobernabilidad, es aquélla que selecciona a los gerentes más hábiles y los hace responsables ante los inversionistas. Este conocido punto de vista puede ser encontrado, por ejemplo, en Shleifer y Vishny (1997); ellos definen gobierno corporativo como “la manera en la cual los inversionistas que proveen de fondos a las corporaciones se aseguran de obtener un retorno sobre sus inversiones”¹. Para la mayoría de economistas y juristas, el debate debe ser más sobre cómo *implementar* el valor de la posición accionaria –VPA– de la empresa (*shareholder value*) que sobre el concepto mismo de VPA.

Gran parte de este debate se centra en que es lo que debería constituir una *eficiente estructura de monitoreo* (*efficient monitoring structure*). Las preguntas más frecuentes son:

- a. ¿Cómo deben ser seleccionados y recompensados los directorios? Por ejemplo, la prensa ha dedicado mucha atención al Reporte Cadbury de 1992, “Code of best practice for board of directors” y su gradual implementación en empresas británicas, y a la publicación por el California Public Emprolyees’ Pension Fund (Calpers), de una lista de 37 “principios de prácticas apropiadas para un directorio” y la subsecuente presión sobre las empresas para adherirse a estos principios.
- b. ¿Deberían los inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones o los fondos mutuos, ser inversionistas activos e interferir con el directorio? Se ha señalado, por ejemplo², que las instituciones financieras estadounidenses son desalentadas de supervisar las empresas en las que invierten por normas fiscales y de regulación (como las de diversificación de la cartera) y por interpretaciones de las normas sobre *insider trading* que penalizan la reventa de las acciones por las instituciones de supervisión. Y, de hecho, en los Estados Unidos la propiedad está particularmente desperdigada; las instituciones evitan participar en

1. Centrándose básicamente en el mercado para el control corporativo, Leo Herzel asume una visión más angosta del concepto de manejo corporativo en su revisión del tema

2. Ver, por ejemplo, Roe (1994), Bhidé (1993) y Coffee (1991).

directorios y tienden a actuar como inversionistas de corto plazo (el 80% de las transacciones bursátiles es realizado por instituciones, las cuales las mantienen por un promedio de 1.9 años, mientras que en Japón el hecho que las instituciones mantienen sus acciones de manera casi permanente las convierte en jugadores de largo plazo). Varios observadores han expresado su preocupación por la debilidad resultante del sistema estadounidense de gobierno corporativo.

- c. ¿Debería incentivarse el mercado de control corporativo (compra de empresas, *leveraged buy-outs*, pugnas por poder)?
- d. Por último: ¿deberían los bancos participar activamente en el gobierno corporativo como en el Japón y la mayoría de los países de Europa Continental, o mantener un perfil bajo como en los Estados Unidos?

Claramente, estas preguntas llevan rápidamente a los observadores a estudiar los méritos relativos de diferentes marcos legales, fiscales y regulatorios³. Esta literatura de “ley y finanzas” compara, en particular, el grado de protección de los derechos de los accionistas y los acreedores en los distintos países.

También existe un importante debate sobre la compensación a la gerencia (*managerial compensation*). Mucha gente piensa que los altos niveles de compensación a la gerencia en los países anglosajones se explican más por los bajos incentivos proporcionados a los comités de compensación a cargo de estructurar los bonos y las opciones de acciones de la alta gerencia que por su productividad marginal; los economistas son usualmente más agnósticos al respecto, y algunos de ellos (entre los más notables Jensen-Murphy 1990) piensan incluso que la sensibilidad de las compensaciones al desempeño de los gerentes en los países anglosajones no refleja el alto grado de responsabilidad de la gerencia. A este debate sobre los incentivos explícitos (compensación a la gerencia), se puede añadir uno sobre los incentivos implícitos, es decir aquellos que resultan del miedo de los gerentes a perder sus cargos, o su autonomía para tomar decisiones, o cualquier cosa relacionada a un cambio de mando. En este frente, el sentido común se centra más en

3. La literatura acerca de este tema incluye La Porta et al. (1997, 1998), y Bortolotti et al. (1997).

Japón y Europa, donde por lo general se piensa que los gerentes pueden estar demasiado atrincherados en sus cargos, es decir, tienen un firme control de sus puestos. Estas preocupaciones fueron parcialmente despejadas por Kaplan (1994a, b), quien mostró que en el más alto nivel, la sensibilidad de la rotación gerencial a la performance gerencial, es decir, al aumento en el VPA, es casi la misma en Alemania y Japón, y en los EE.UU.

Para la mayoría de la gente la atención de economistas y juristas exclusivamente en el VPA parece incongruente. Las decisiones de los gerentes afectan a los inversionistas, pero también producen externalidades sobre una variedad de “grupos interesados por naturaleza” (“*natural stakeholders*”) que tienen una relación innata con la empresa: empleados, clientes, proveedores, las comunidades donde se ubica la planta de la empresa, aquellos potencialmente afectados por su contaminación, entre otros. No se puede negar que tales externalidades pueden ser importantes; por ejemplo, el cierre de una planta por un empleador importante en una zona deprimida tiene consecuencias dramáticas para los trabajadores y para la economía local. ¿Por qué debería uno ignorar estos “grupos interesados por naturaleza”, y favorecer a los inversionistas, que son “grupos interesados por decisión propia” (“*stakeholders by design*”), dándole a estos últimos el control total y diseñando los mecanismos de compensación a la gerencia conforme a sus intereses?

Muchos han por lo tanto promovido cambiar enfoque tradicional del VPA a un concepto más amplio (y vago) de “sociedad de grupos interesados” (“*stakeholder society*”), o SGI, en el cual los intereses partes interesadas no inversionistas serían mejor representadas. La popularidad del concepto de VPA es mucho más alta en los países anglosajones (a pesar de las referencias a SGI por políticos como Tony Blair y Al Gore) que en otras economías desarrolladas. Por ejemplo, el Reporte Viénot (1995), que es la contraparte francesa del Reporte Cadbury inglés, sostiene que los gerentes y los directores deben tener como meta un “interés social”, distinto del interés de los accionistas, empleadores, acreedores, proveedores y clientes. De manera más general, es ampliamente reconocido en países como Alemania, Japón y Francia que las empresas deben tener como objetivo promover el crecimiento, y largas y seguras relaciones de empleo, donde la rentabilidad de la empresa sea más el instrumento que el objetivo final. Estos puntos de vista a veces impregnan los marcos institucionales, muy especialmente en Alemania donde la ley exige un directorio con dos grupos representativos en todas las corpo-

raciones listadas en bolsa (*public corporations*) con más de 500 empleados; la mitad del directorio (la junta de supervisión o *Aufsichtsrat*) está compuesta por ejecutivos de los principales grupos interesados, tales como bancos, proveedores y clientes, y la otra mitad por representantes de los trabajadores.

El enfoque tradicional del VPA es demasiado estrecho para el análisis económico de el gobierno corporativo. Yo definiré, tal vez de manera poco convencional para un economista, gobierno corporativo como el diseño de las instituciones que inducen o fuerzan a los gerentes a internalizar el bienestar de los grupos interesados⁴. El diseño de la estructura de control y los incentivos a la gerencia deben reflejar su impacto sobre el bienestar de todos los grupos interesados (grupos interesados por naturaleza e inversionistas). Argumentaré que, si se va a argumentar en favor del VPA, esto debe hacerse basándose cuidadosamente en la teoría económica de los incentivos y el control.

Desafortunadamente hay muy poco análisis formal de la economía de la SGI. Como lo mencioné, el VPA hace tiempo tiene una aceptación general entre los economistas, quienes tienden suelen dejar rápidamente de lado la noción de SGI (y son, en mi experiencia, por esta razón muchas veces considerados por la gente como carentes de contacto con la realidad). El supuesto implícito de los economistas es que los empleados, proveedores, clientes y otros grupos interesados por naturaleza son protegidos por contratos muy fuertes que fuerzan a los inversionistas a internalizar perfectamente su bienestar, mientras la protección contractual de los inversionistas cuando los grupos interesados por naturaleza tienen el control, es más bien inefectiva, por lo que los inversionistas deben recibir los derechos de control. Este argumento todavía no ha sido elaborado en detalle. Por otro lado, los proponentes de las SGI no han argumentado de manera convincente que se pueden diseñar instituciones eficientes que promuevan este concepto.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera: Los puntos 2 y 3 presentan un análisis económico del concepto de VPA, describiendo el enfoque y discutiendo algunas preguntas que siguen abiertas. El punto 2 explora

4. Stakeholders, llamados en la presente traducción "tenedores de participaciones" (N. del T.)

algunos temas generales de la literatura sobre finanzas corporativas y enfatiza los incentivos a la gerencia. El punto 3 se concentra en el asunto de la asignación de los derechos de control. El punto 4 considera el concepto más amplio, y a priori más atractivo, de sociedad de grupos interesados (SGI), y, utilizando los recientes avances en la teoría de los incentivos de multitarea (*multi-task incentives*), señalando algunas dificultades que existen para proveer incentivos a la gerencia adecuados para que los gerentes cumplan con su nueva misión. El punto 5 discute la opción (o *tradeoff*) entre estructuras de propiedad en las cuales el control es compartido entre una variedad de grupos interesados (como supuestamente sería el caso si la SGI es tomada en serio) y aquéllas en las cuales un solo grupo ejerce control total (como sería el caso con el concepto de VPA). Los comentarios finales, presentados en el punto 6, retornan nuevamente al debate general entre los conceptos de valor de VPA y SGI.

2. LA PERSPECTIVA DEL VALOR DE LA POSICIÓN ACCIONARIA: INCENTIVOS A LA GERENCIA

El análisis económico reciente ha enfatizado la contribución de tres mecanismos para un alineamiento parcial de la toma de decisiones por la empresa con los intereses de sus accionistas (o más generalmente, inversionistas). Dos de ellos, incentivos explícitos e incentivos implícitos, están relacionados con los *incentivos a la gerencia*. En primer lugar, la gerencia responde a las compensaciones económicas. Bonos basados en resultados contables, y *stock options* indexados a indicadores de mercado, alientan a los gerentes a tomar decisiones en interés de los accionistas. En segundo lugar, incluso en ausencia de estos incentivos explícitos, es decir, incluso si no se dan bonos y *stock options*, el interés de los gerentes en sus puestos pueden inducirlos a tratar de satisfacer a los accionistas. Los gerentes valoran sus puestos de trabajo así como un control benévolo, y por supuesto son adversos a compras hostiles.

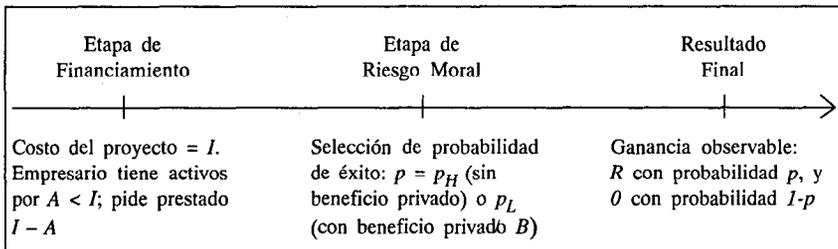
El tercer mecanismo está relacionado con la *estructura de control*. Los inversionistas pueden supervisar y hacer uso de la palabra (*exercise voice*, para ponerlo en términos de Hirshman 1970). Tal “monitoreo activo” por un directorio, un fondo de pensiones, un fondo mutuo, un *raider*, un *venture capitalist*, o un banco, busca alterar el curso de acciones de la empresa y

hacerla más eficiente de esta manera. Mira hacia delante puesto que incrementa el valor presente neto (VPN) de la empresa. Por ejemplo, un monitoreo activo puede desaprobar un proyecto con VPN negativo auspiciado por la gerencia, eliminar una división que no sea necesaria, o incluso destituir la gerencia de la empresa. Pasaremos ahora a discutir los incentivos a la gerencia y la estructura de control (así como la relación entre ambos) con la ayuda de un modelo sencillo.

2.1 El Modelo básico y el concepto de ingreso prometido

Los análisis formales del modelo de VPA rompen del paradigma Arrow-Debreu introduciendo un problema de agencia entre los empresarios (*insiders*) y los inversionistas. Entre las distintas maneras de hacerlo, las más populares plantean un problema de selección adversa o de riesgo moral, o la existencia de un beneficio privado (*private benefit*) recibido por los *insiders* cuando estos se encuentran a cargo de la empresa, o sino la total o parcial imposibilidad de verificar los ingresos de la empresa. Afortunadamente, estos distintos enfoques generalmente dan respuestas consistente a una serie de cuestiones de las finanzas corporativas. En este caso, voy a seleccionar un enfoque particularmente sencillo⁵ a fin de ilustrar algunas implicancias típicas. Su secuencia es resumida en el Gráfico 1.

GRÁFICO 1
SECUENCIA



5. Todos los lectores podrán reconocer que el modelo no es otra cosa que una simplificada versión del problema principal-agente. Yo he utilizado unas extensiones directas de este modelo en mi trabajo con Bengt Holmstrom acerca de quiebre crediticio y en liquidez agregada (1997, 1998).

Un empresario neutral al riesgo tiene una idea o proyecto que requiere de financiamiento. El proyecto implica una inversión inicial de I , y el empresario tiene activos por $A < I$. Para simplificar, A podría ser el efectivo con que el empresario puede contribuir para cubrir parte del costo de inversión (la literatura sobre finanzas corporativas también ha investigado interpretaciones alternativas de A , tales como el valor del colateral del empresario, o el valor de rescate de los activos –*salvage value of the assets*– al final del proceso productivo). El monto A es usualmente denominado “inversión inicial” (“*initial equity*”), “inversión interna” (“*inside equity*”) o “valor neto del empresario” (“*entrepenurial net worth*”). El gasto de los inversionistas es $I - A$. Para simplificar, asumiremos también que el empresario está protegido por una responsabilidad limitada (su ingreso no puede tomar valores negativos), y las partes no descuentan el futuro.

El proyecto genera al final un ingreso o beneficio verificable. El resultado puede ser un éxito (produciendo un ingreso $R > 0$) o un fracaso (no producir ningún ingreso). La probabilidad de éxito se denota p . Cuando esta probabilidad es endógena surge un problema de agencia. Adoptemos el conocido enfoque, en el cual el empresario puede “trabajar” (“*work*”) o “fallar” (“*shirk*”), o “comportarse bien” o “comportarse mal” (véase la Introducción para ejemplos de los comportamientos a los que nos estamos refiriendo). La probabilidad de éxito es p_H si el empresario se comporta bien (por lo que $p_L = p_H - \Delta p$, donde $\Delta p > 0$, si se comporta mal). A pesar de tener una menor probabilidad de éxito, el empresario puede decidir comportarse mal, puesto que en ese caso obtiene un beneficio privado $B > 0$, el cual no existe si decide portarse bien. En adelante supondremos que el proyecto debe ser financiado sólo si el contrato con los inversionistas induce al empresario a comportarse bien⁶. Y para que la inversión sea posible, asumiremos que el VPN del proyecto es positivo:

$$p_H R - I > 0 \quad (1)$$

Como veremos, que el VPN sea positivo no garantiza que el proyecto deba ser financiado.

6. Para esto, es suficiente que su ganancia total en el caso de comportarse mal sea ($p_L R - I + B$) sea negativa.

La manera normal de decidir si los inversionistas están dispuestos a financiar el proyecto es la siguiente: para ser inducido a comportarse bien el empresario debe recibir una mayor compensación en caso de éxito que en el caso de fracaso. Asumiendo neutralidad al riesgo, el empresario preferirá recibir 0 en el caso de fracaso y alguna compensación w en el caso de éxito, lo cual lo inducirá a renunciar al beneficio privado que obtendría si se comporta mal. Es decir, la reducción $p_H - p_L$, de la probabilidad de éxito multiplicada su compensación en caso de éxito debe ser mayor a su beneficio privado:

$$(p_H - p_L) \omega \geq B \quad (2)$$

El sentido de esta restricción de compatibilidad de incentivos es que al empresario debe otorgársele un pedazo de la torta en el caso de éxito. En otras palabras, en caso de éxito, los inversionistas no pueden ganar más de $R - [B / (p_H - p_L)]$ sin destruir los incentivos al empresario.

Una condición necesaria y suficiente para que el proyecto sea financiado es entonces que el "ingreso prometido" – "pledgeable income" – exceda el desembolso de los inversionistas, o

$$p_H \left(R - \frac{B}{p_H - p_L} \right) \geq I - A \quad (3)$$

Cuando esta condición es satisfecha, el proyecto es financiado. Asumiendo un mercado de capitales competitivo, los inversionistas alcanzarán el equilibrio, y el empresario recibe un ganancia neta igual al VPN⁷.

7. Es decir la ganancia total asociada a la inversión. La compensación del empresario w en caso de éxito es determinada por la condición de equilibrio

$$p_H (R - \omega) = I - A,$$

y, por lo tanto, la ganancia neta del empresario (en el caso de que no haya inversión) es

$$p_H \omega - A = p_H R - I$$

2.2 Los Factores que Determinan el Endeudamiento

Este sencillo modelo permite hacer un par de predicciones simples y realistas, tal como se ilustra a continuación:

- *El racionamiento del crédito:* Supongamos primero que el empresario no hace ninguna inversión inicial ($A = 0$). Comparando (1) y (3), podemos observar que en caso de que exista riesgo moral ($B > 0$) es posible que un proyecto con VPN positivo no sea financiado ($p_H R - I > 0 > p_H[R - (B/\Delta p)] - I$). Esta conocida conclusión emerge de la incapacidad del empresario de garantizar a los inversionistas todo el ingreso generado por el proyecto; es decir, el ingreso prometido es menor que el ingreso total generado por el proyecto. De manera más general, un proyecto con VPN positivo puede no ser financiado aun si el empresario también invierte en el negocio.
- *El rol de la inversión inicial.* Aunque el VPN del proyecto es independiente de la inversión inicial (A), la condición (3) para que el proyecto sea financiado no lo es. Esta condición muestra que el proyecto tiene una mayor probabilidad de ser financiado (en el sentido de que los parámetros bajo los cuales la condición (3) es satisfecha pueden tomar un rango más amplio de valores) cuando el empresario hace una mayor inversión. El razonamiento intuitivo es el siguiente: un empresario más adinerado necesita endeudarse menos, y por lo tanto tiene que reembolsar menos. Su compensación se incrementa en el caso de éxito del proyecto, lo cual alivia el problema del riesgo moral, y facilita la obtención del financiamiento.
- *El capital por reputación (reputational capital).* Entre los criterios que los inversionistas toman en cuenta para decidir la aprobación del financiamiento de un proyecto, normalmente toman en cuenta el “carácter” y la “experiencia pasada” del empresario. Ambos pueden ser indicadores del grado de riesgo moral. Por ejemplo, un empresario que, ceteris paribus, tiene menos usos alternativos para su tiempo, menos canales para filtrar dinero a entidades asociadas, o menos oportunidades de contratar a amigos y familiares como empleados, puede ser considerado como un empresario con un B bajo. Por otro lado, el beneficio privado que se deriva del mal comportamiento puede no ser directamen-

te observable, pero puede ser parcialmente deducido —como lo hace Diamond (1991)— a partir de su historia de pago de préstamos anteriores. Tal como es el caso con la inversión inicial A , la magnitud del riesgo moral B tampoco afecta en el VPN en este modelo (ver (1)), pero condiciona el financiamiento del proyecto. Como se podría esperar, un reducido riesgo moral permite una mayor disponibilidad de financiamiento externo.

2.3 *El Monitoreo Activo*

Hemos presentado dos ejemplos de la idea general que sostiene que las empresas con bajos costos de agencia (en este caso, un alto nivel de inversión inicial, bajos beneficios privados por mal comportamiento) tienen mayor probabilidad de obtener financiamiento. Otra implicación clásica de la literatura de finanzas corporativas es que las empresas con bajos costos de agencia tienen más posibilidades de obtener a un financiamiento *barato*.

Para ver esto, introduzcamos la distinción entre “financiamiento de mercado” y “financiamiento intermediado”. El financiamiento de mercado se refiere a la venta de valores como bonos y papeles comerciales a un gran número de inversionistas. Por otro lado, el financiamiento intermediado implica el financiamiento otorgado por un gran inversionista (banco, un accionista mayoritario, un *venture capitalist*, etc.) quien supervisa la empresa⁸. La diferencia entre el financiamiento intermediado y de mercado es a veces vista como una entre capital “informado” y “no informado”.

El hecho estilizado es que el financiamiento intermediado es más caro que el financiamiento de mercado. Existen dos razones para esto. La primera es que el ente a cargo del monitoreo debe ser compensado. La segunda es que puede haber una oferta limitada de capital de monitoreo. Las instituciones que realizan la tarea de monitoreo normalmente no hacen en su totalidad con su propio dinero, y son por lo tanto agentes de otros inversionistas (ahorristas, socios menores, etc.), a quienes a su vez preocupa el problema potencial de

8. El financiamiento otorgado por un gran inversionista puede atraer el financiamiento complementario de inversionistas dispersos que se benefician de la certificación proporcionada por el gran inversionista (bancos de inversión, un accionista mayoritario, etc.).

riesgo moral a nivel del monitor. La lógica de racionamiento de crédito que predomina a nivel de la empresa también se aplica a nivel de intermediarios. La escasez del capital intermediario (*intermediary capital*) se traduce en préstamos más caros, lo cual se puede observar en el amplio margen existente entre las tasas cobradas por los bancos y las tasas pagadas por bonos y *commercial paper*.

¿Porqué entonces las empresas recurren al financiamiento indirecto, si el financiamiento de mercado es más barato? La respuesta es que muchas no tienen acceso al financiamiento de mercado, y no tienen otra alternativa que pedir prestado a los intermediarios. Supongamos, en el contexto del modelo básico que

$$P_H [R - (B / \Delta p)] < I - A$$

de manera que la empresa no tiene acceso al financiamiento de mercado. Simplificando, supongamos que a un costo c_A , un monitor puede reducir el beneficio privado de B a $b < B$; de manera que el monitor puede reducir el riesgo moral, evitando el fraude en sus formas más conspicuas; y que no hay riesgo moral a nivel del monitor. El uso de un monitor reduce el VPN de $p_H R - I$ a

$$p_H R - I - c_A,$$

y de esta manera no es atractivo para el prestatario (quien en entorno competitivo recibiría VPN) a menos que no tenga otra alternativa. El ingreso prometido, es decir el ingreso esperado que puede ser ofrecido a inversionistas no informados, se vuelve

$$P_H [R - (b / \Delta p)] - c_A$$

que para un b y un c_A suficientemente pequeños, excede $I - A$. De esta manera el monitoreo puede facilitar el financiamiento. Las empresas con sólidos estados financieros (digamos, con un alto nivel de A) usan el financiamiento mercado de mientras que las empresas con estados financieros más débiles usan el financiamiento intermediado (por supuesto, empresas con estados financieros muy débiles no tienen acceso a ningún tipo de financiamiento).

Como ya ha sido mencionado, hemos simplificado la exposición asumiendo que el intermediario mismo no es sujeto de riesgo moral. En la práctica lo es, y por lo tanto necesita también de financiamiento (*equity*) para poder otorgar los préstamos (en el caso de los bancos, esto toma la forma de requerimientos mínimos de capital). Esto implica que las empresas con estados financieros débiles —y por ende, dependientes del financiamiento intermediado— sufren más que las empresas más sólidas durante una contracción del crédito (*credit crunch*), donde contracción del crédito se define como la situación en la que los propios intermediarios financieros tienen estados financieros débiles⁹. Las predicciones teóricas de que las empresas con estados financieros sólidos tienen un mejor acceso al financiamiento de mercado y son menos afectadas por una contracción del crédito, son ampliamente respaldadas por la evidencia empírica¹⁰.

2.4 El Monitoreo Pasivo

Una simple extensión del modelo básico nos permite analizar otra importante forma de monitoreo, llamada pasiva o especulativa. El monitoreo pasivo se refiere al comportamiento del inversionista que busca *medir* más que afectar el valor de los activos en cuestión. No aumenta el VPN directamente, sino que evalúa la salud de la empresa en varios puntos del tiempo. El monitoreo pasivo es retrospectivo, mientras que el activo mira hacia adelante. Muchos son los que practican el monitoreo pasivo o especulativo: analistas bursátiles, inversionistas en las ofertas públicas iniciales, bancos que negocian con deudas de corto plazo y monitorean a la empresa para poder salir a tiempo. Algunos de los monitores pasivos ni siquiera invierten en valores emitidos por la empresa, como es el caso de las agencias clasificadoras de riesgo, quienes comprometen su reputación antes que su capital.

El monitoreo pasivo, como cualquier actividad de monitoreo, es costoso. Dado que esta forma de monitoreo no interfiere con la gerencia de la empresa para incrementar el VPN, ¿por qué debe una empresa fomentar y pagar por monitoreo pasivo haciéndose pública, emitiendo deuda de corto

9. Ver Holmström-Tirole (1997).

10. Ver, por ejemplo, Bernanke-Gertler-Gilchrist (1994).

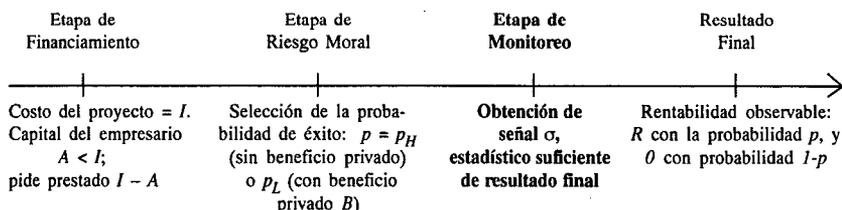
plazo o contratando una empresa clasificadora de riesgo? La respuesta es evaluación de desempeño (*performance measurement*). Como ha sido argumentado en Holmström-Tirole (1993), los mercados financieros proveen a las empresas con medidas de su desempeño gerencial que no puede ser proporcionado por sus estados financieros. Estas medidas tienen un cierto grado de integridad, ya que los inversionistas respaldan sus evaluaciones con su propio dinero y ya que (en algunas formas de monitoreo pasivo) hay entrada libre a la actividad de monitoreo.

Supongamos que un gerente selecciona un programa de investigación y desarrollo (*research and development*) de largo plazo, que rendirá frutos en 10 ó 15 años. Aun ignorando el hecho de que el gerente probablemente no esté en su cargo cuando se recupere la inversión, basarse sólo en el resultado final para recompensarlo probablemente constituya un esquema débil de incentivos. Por ello los esquemas de compensación a la gerencia absorben mucho del ruido que durante un intervalo de tiempo tan largo afecta el resultado final. Por ejemplo, un proyecto que es excelente ex ante, puede volverse irrelevante por la aparición de nuevas tecnologías dentro de diez años, las que podrían volver la innovación obsoleta. El gerente no recibirá entonces ninguna recompensa, a pesar de haber dedicado mucho esfuerzo seleccionando el proyecto. Supongamos ahora que luego de unos meses o años, los analistas pueden determinar si el diseño y especificaciones del proyecto son los correctos. Aun cuando exista incertidumbre acerca de la demanda y la introducción de productos rivales, estas “buenas noticias” deben conducir a una compensación a la gerencia. (En la práctica estas “mediciones anticipadas” del valor de los activos son muchas veces proporcionadas por el precio de las acciones, pero existen alternativas tal como lo muestran nuestros ejemplos.) Más aun, la compensación a la gerencia no debe ser afectada por eventos tales como shocks de demanda o la aparición de nuevas tecnologías, hechos que escapan a su control¹¹.

-
11. La necesidad de medidas que miran hacia adelante a nivel de la empresa con el fin de complementar medidas contables que miran hacia atrás, refleja el reciente énfasis gerencial en la necesidad de reconocer el valor de la construcción de los activos intangibles y las habilidades competitivas. Esta última necesidad da lugar a la creciente importancia de conceptos tales como “indicadores balanceados” (Kaplan-Norton, 1996) y “economías del valor agregado” (Steward, 1994). [A pesar que sus nombres puedan sugerir conceptos más amplios, estas herramientas son construidas sobre el paradigma del valor de la empresa].

Para ilustrar cómo el monitoreo pasivo encaja dentro del modelo básico, introduzcamos primero una señal temprana del desempeño de la empresa y analicemos luego los incentivos que tiene el inversionista para adquirir la información correspondiente. La secuencia de esta extensión es presentada en el Gráfico 2, donde el nuevo elemento del modelo está en negrita.

GRÁFICO 2
MONITOREO PASIVO



El nuevo ingrediente es la etapa de monitoreo. Supongamos por un momento que una señal σ acerca del resultado final de la empresa puede ser adquirida a un costo de c_p . Es decir que todavía no nos fijamos en los incentivos del jugador que va a adquirir esta señal. Para simplificar, asumamos también que esta señal es estadístico suficiente para obtener el resultado final. Esta señal puede ser “buena” o “mala”. Sea $q_H > p_H$ la probabilidad de que la buena señal ocurra cuando el gerente decide portarse bien, y sea $q_L < p_L$, la probabilidad de que ocurra una buena señal cuando el gerente se porta mal. La probabilidad condicional de éxito es entonces v_G en caso de una buena señal y $v_B < v_G$, en caso de una mala señal¹². El hecho que esa señal domina en términos de información el resultado final se refleja en la comparación de los ratios de verosimilitud:

$$\frac{q_H - q_L}{q_H} > \frac{p_H - p_L}{p_H} \tag{4}$$

Los gerentes deben ser recompensados sólo en función de las variables que son afectadas por su comportamiento. En este esquema simplificado, el

12. Entonces $p_H = q_H v_G + (1 - q_H) v_B$, y
 $p_L = q_L v_G + (1 - q_L) v_B$.

teorema del estadístico suficiente de Holmström (1979) implica que la compensación a la gerencia debe basarse en la señal, pero no en el beneficio final¹³. La neutralidad al riesgo implica entonces que el contrato óptimo especifica una recompensa $\hat{\omega}$ en caso de una buena señal, y ninguna recompensa en caso de una mala señal.

La condición de compatibilidad de incentivos del empresario se deriva como antes: el empresario renuncia al beneficio privado B comportándose bien, pero la probabilidad de que reciba una compensación ω aumenta de q_L a q_H . Por lo tanto, $\hat{\omega}$ debe satisfacer

$$(q_H - q_L)\hat{\omega} \geq B. \quad (5)$$

El ingreso que puede ser prometido a inversionistas no informados está dado por

$$p_H R - q_H \left[\min_{\hat{\omega} \geq B / (q_H - q_L)} \hat{\omega} \right] - c_p = p_H R - q_H \frac{B}{q_H - q_L} - c_p. \quad (6)$$

Usando (4), vemos que para un costo de monitoreo suficientemente bajo, el ingreso prometido se incrementa con el monitoreo pasivo. Como ocurre con el monitoreo activo, el monitoreo pasivo facilita el acceso a fondos. De hecho, si

$$p_H R - p_H \frac{B}{\Delta p} < I - A < p_H R - q_H \frac{B}{\Delta p} - c_p,$$

entonces el prestatario incentiva el monitoreo pasivo. Sin embargo, el canal a través del cual se alivia el problema del riesgo moral difiere de aquél del monitoreo activo. Con el monitoreo activo el inversionista interviene para prevenir el mal comportamiento, mientras el monitoreo pasivo proporciona mejores medidas del desempeño, y por lo tanto reduce el pedazo de la torta

13. En un modelo más general, la señal no necesariamente será una suficiencia estadística, y la compensación dependerá tanto de la señal y del beneficio final.

que debe otorgársele al empresario para proveerlo de los incentivos adecuados.

En la práctica, la señal es el resultado de una costosa adquisición de información por parte de (por lo menos) un jugador estratégico. Esto nos lleva a dos preguntas: ¿tendrá el monitor incentivos para llevar adelante su papel de monitor? Y, ¿cómo podría uno obtener la información que el monitor tiene? Sin pretender dar un tratamiento exhaustivo a estas preguntas, podemos proceder de la siguiente manera: un procedimiento natural sería contratar un *monitor designado*, proveyéndolo con los incentivos adecuados. Supongamos, por ejemplo, que en la etapa inicial se le provee al monitor con *s opciones*, al atractivo precio de $p_H R$. Es decir, el monitor potencial podrá comprar (antes de que el resultado final sea conocido) *s acciones*, a un precio $p_H R$ cada una, y que pagan un dividendo R en caso de éxito y 0 en caso contrario.

Supongamos que el empresario se comporta bien. Las opciones del monitor pasivo no tienen ningún valor si es que no hay monitoreo. Su dividendo esperado es por lo tanto $p_H R$, que es igual al precio de ganga. Por otro lado, supongamos que el monitor incurre en el costo c_p y por lo tanto recibe la señal (privadamente). Si la señal es mala, él sabe que las acciones están sobrevaluadas ($v_B R < p_H R$) y por lo tanto no ejerce sus opciones. Una buena señal implica que las acciones están subvaluadas y que tiene una ganancia esperada de $(v_G R - p_H R)$ por opción; por lo tanto, el monitor ejerce sus opciones, lo que revela que ha recibido una buena señal. Por tanto, la restricción de incentivos ex ante del monitor es:

$$q_H s [v_G R - p_H R] - c_p \geq 0 \quad (7)$$

El empresario recibe ω cuando el monitor ejerce sus opciones para comprar acciones y 0 en caso contrario.

En la práctica, sin embargo, esta manera natural de crear monitoreo pasivo no es muy frecuente. Esto se debe, quizás, al hecho de que el empresario y el monitor designado tienen un incentivo para coludirse. Supongamos que el empresario le dice al monitor que será sobornado para que ejerza sus opciones. Un soborno pequeño no afecta los beneficios del monitoreo, dados por el lado izquierdo de (7), pero aumenta los beneficios del no monitoreo

por el monto del soborno. Los incentivos para monitorear son por lo tanto destruidos, como lo son los incentivos para que el empresario se comporte bien¹⁴.

Un mercado es más honesto. Cada participante de la bolsa de valores de hecho tiene opciones de compra (*call options*) y de venta (*put options*) sobre las acciones de la empresa, de la misma manera en que nuestro monitor designado tenía sus opciones de compra. Pero con el mercado se hace más difícil para el empresario capturar el proceso de monitoreo pasivo. Esto puede explicar por qué en la práctica la compensación a la gerencia está basada en el valor de las acciones de la empresa y por lo tanto en el “monitoreo pasivo anónimo”, en lugar de en la ejecución de opciones por un monitor designado. Sin embargo, existe una diferencia entre el monitoreo pasivo anónimo y el designado. El precio de salida de las opciones de compra mantenidas por todos los especuladores en una bolsa de valores es igual al precio del mercado, en lugar de a algún precio acordado previamente (*prespecified exercise price*). Es, por lo tanto, *endógeno*. Como es bien conocido en la literatura sobre la micro estructura del mercado (*market microstructure*), una compra de acciones es muchas veces interpretada como reveladora de que algún participante tiene información favorable sobre el valor de la empresa, y por lo tanto tiende a subir el precio¹⁵. Esto nos lleva a un concepto que estuvo ausente en el análisis del monitor designado: los incentivos para monitorear dependen de la liquidez del mercado bursátil. No analizaremos esto en mayor detalle para no desviarnos demasiado de nuestros temas principales¹⁶.

3. EL ENFOQUE DEL VALOR DE LA POSICIÓN ACCIONARIA (VPA): LA ASIGNACIÓN DE LOS DERECHOS DE CONTROL

Ya que la evaluación del desempeño y los incentivos a la gerencia han sido discutidos, vayamos al tema de interferencia externa y derechos de control.

14. Una posibilidad es que el soborno sea pagado con recursos de la empresa (reduciendo la probabilidad de éxito incluso por debajo de p_L , pero sin ninguna consecuencia para el empresario, quien recibe su compensación ejerciendo sus opciones).

15. Ver, por ejemplo, Kyle (1985).

16. Ver, por ejemplo, Holmström - Tirole (1993) para más detalles.Hol

Con “derecho de control” nos estamos refiriendo al derecho de un jugador (o grupo de jugadores) a afectar el curso de acción de una empresa una vez que ésta ha comenzado a funcionar. En cierto sentido, ya hemos tocado algunos de los aspectos de los derechos de control cuando examinamos el monitoreo activo en el punto 2.3. Asumimos que un monitor activo puede reducir el nivel de riesgo moral, impidiendo algunas formas más notorias de mal comportamiento del gerente. Condicionado a que el monitor activo esté informado, no cabría duda sobre quién recaía el derecho de control: la interferencia del monitor incrementaba *tanto* el VPN como el ingreso prometido. Era claramente óptimo dejar que el monitor interfiera, y no existía por lo tanto una asignación interesante del derecho de control. El punto 3.1 estudia aquellas situaciones en las que existe un verdadero *trade-off*. El punto 3.2 argumenta que la sola observación de la asignación formal de los derechos de control no permitirá la plena comprensión de algunos comportamientos empresariales, y que se requerirá indagar sobre quién realmente ejerce el control. En el punto 3.3 se hacen algunos puntos concernientes al diseño de seguridad (*security design*).

Nota: No nos detendremos aquí a discutir sobre si los derechos de control están mejor formalizados bajo un esquema contractual completo o incompleto¹⁷. Tal distinción es irrelevante para lo que sigue.

3.1 *La asignación de los derechos de control entre insiders y outsiders*

La importancia de los derechos de control en las finanzas corporativas fue advertida primero por Aghion-Bolton (1992) y poco después por Hart-Moore (1998, escrito en 1989), y sustancialmente desarrollada por Hart (1995a); para el propósito del presente artículo, parafrasearé su hallazgo de la siguiente forma: *La transferencia de los derechos de control a los inversionistas incrementa el ingreso prometido y facilita el financiamiento.*

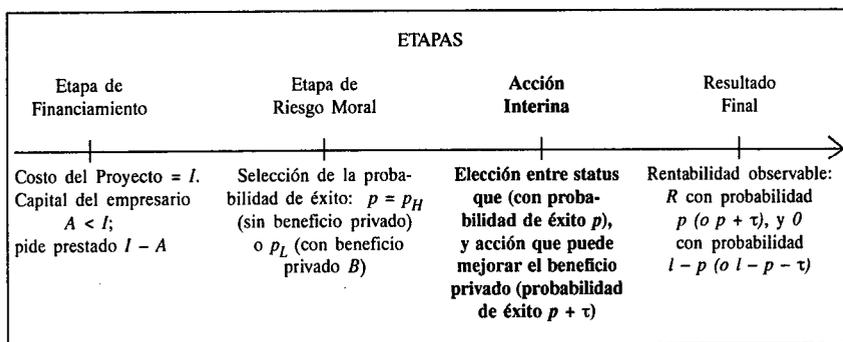
Para ilustrar esto de la manera más simple posible, introduzcamos la posibilidad de tomar una acción interina que

17. Ver Maskin – Tirole (1999a, b) y Tirole (1998) para discusiones al respecto.

- i) incrementa la probabilidad de éxito uniformemente por $t > 0$ (entonces, la probabilidad de éxito se vuelve $p_H + \tau$ ó $p_L + \tau$, dependiendo del comportamiento del empresario, si la acción es tomada, y permanece p_H ó p_L si la acción de status quo es seleccionada)
- ii) crea un costo privado de $\gamma > 0$ para los *insiders*.

Por ejemplo, la acción interina puede consistir en el despido de trabajadores o desmontar una división que la gerencia quisieran manejar. Se da un *trade-off* entre rentabilidad y el beneficio de los *insiders*. Analizamos si la elección entre esta medida y el status quo debe ser tomada por los inversionistas o por los *insiders*. La secuencia modificada es presentada en el Gráfico 3, donde nuevamente se indica está en **negrita** la modificación del modelo básico.

GRÁFICO 3
DERECHOS DE CONTROL



Nota 1: Nótese que si la acción interina y el status quo están especificados en la etapa de diseño del contrato, lo único que éste puede especificar es qué curso de acción se tomará. Por el contrario, si los beneficios que acompañan a las varias acciones conocidas al inicio de la operación no son conocidos en este momento —o las acciones no pueden ser descritas *ex ante*—, la información interna (*interim information*) de los jugadores sobre las acciones y sus beneficios deben ser revelados en la etapa interina. Un derecho de control asignado a una de las dos partes es una manera simple de obtener esta información. Sucede que en este modelo concentrarse en los derechos de control no es restrictivo, aunque el contrato óptimo puede involucrar una

aleatorización sobre quién debe tener el derecho de control (lo cual no afecta las conclusiones cualitativas derivadas más abajo)¹⁸.

Nota 2: El supuesto que la acción que aumenta las ganancias es ortogonal a riesgo moral gerencial, o sea, que aumenta la probabilidad de éxito uniformemente, simplifica el análisis, ya que no afecta la condición de compatibilidad de incentivos (2): si la acción que aumenta las ganancias va a ser tomada, entonces la restricción de compatibilidad de incentivos se vuelve:

$$[(p_H + \tau) - (p_L + \tau)]\omega \geq B,$$

y es, por lo tanto, idéntica a (2). Así, nuestro análisis no será afectado si se escoge tomar la acción interina antes de llegar a la etapa de riesgo moral.

Asumamos también que:

$$\tau R < \gamma.$$

Es decir, la acción que aumenta las ganancias reduce el bienestar agregado y es por lo tanto un *primer-mejor* subóptimo.

Supongamos primero que se da el derecho de control a los inversionistas. Como ellos reciben parte de los beneficios y no incurren en ningún costo, ellos de hecho seleccionan la acción que aumenta las ganancias, lo que resulta en el ingreso prometido:

$$(p_H + \tau) R - \left[\frac{B}{(p_H + \tau) - (p_L + \tau)} \right] = (p_H + \tau) \left[\frac{B}{\Delta p} \right];$$

y el VPN, que es bienestar del empresario cuando recaba fondos es :

$$(p_H + \tau)R - I - \gamma$$

18. Para otros y más sofisticados ejemplos de situaciones en las que el contrato óptimo completo toma la forma de una simple institución se puede ver, por ejemplo, Aghion-Tirole (1997), Che-Hausch (1998), Hart-Moore (1999), Maskin-Tirole (1999b), Nöldeke-Schmidt (1998), Rey-Tirole (1998), Segal (1995, 1999) y Tirole (1998). Un enfoque amplio para el análisis de los límites en la efectividad de los contratos completos cuando estos pueden ser renegociados fue recientemente desarrollado por Segal-Whinston (1998).

Supongamos, por otro lado, que el empresario no renuncia al control. Dado que $\omega \leq R$, entonces $\tau\omega < y$, y por lo tanto el empresario no toma la acción que aumenta las ganancias. En otras palabras, el empresario paga el costo total y obtiene sólo parte de los beneficios de la acción que aumenta las ganancias. El ingreso prometido es, como en el punto 2.1,

$$p_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right)$$

y el VPN

$$p_H R - I > (p_H + \tau)R - I - \gamma$$

Supongamos ahora que

$$p_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) < I - A < (p_H + \tau) \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right)$$

Entonces el empresario no tiene suficientes acciones ordinarias y puede recabar fondos sólo renunciando a su derecho de control a favor de los inversionistas. Este primer-mejor subóptimo se puede convertir en el segundo-mejor si se toman en cuenta las imperfecciones del mercado de créditos.

Accidentalmente, este razonamiento nos proporciona con un *primer argumento a favor del valor de la posición accionaria, VPA*, (o más precisamente, a favor de “valor del inversionista” –“investor value”– ya que no hemos introducido en el modelo ninguna consideración que nos ayude a distinguir entre los distintos tipos de inversionistas): una inversión inicial significativa de los inversionistas requiere un ingreso prometido suficiente y puede por lo tanto forzar al empresario a renunciar a un derecho si esto reduce el valor en el sentido de primer mejor¹⁹.

19. Hart (1995b) utiliza un argumento parecido cuando discute la posibilidad de una regla estatutaria que exija a las empresas tener representantes de los trabajadores en sus directorios. El señala que esta regla puede restarle incentivos a la compañía para establecerse en primer lugar, dado que no podría despedir trabajadores en el caso de un shock de demanda adverso. (p. 687)

En la práctica existen *múltiples derechos de control* a ser divididos entre *insiders* y *outsiders*: la administración diaria versus las decisiones estratégicas de largo plazo, decisiones de contratación de empleados, construcción de alianzas, etc. El análisis realizado puede ser generalizado de manera bastante sencilla²⁰. Es fácil notar que es siempre óptimo para el empresario renunciar a *todos* los derechos para los cuales el control del inversionista es el primer-mejor óptimo, así como, posiblemente, a *algunos* derechos para los cuales no lo es. O sea, la distribución óptima de los derechos importa no sólo para el valor (VPN) de impacto de la asignación, sino también por su impacto en el ingreso prometido. Si ambos criterios coinciden, el control del inversionista es el primer y el segundo-mejor óptimo; si esto no fuera así, el control del empresario podría ser óptimo.

Como uno podría esperar, es óptimo para el empresario renunciar en favor de los inversionistas a aquellos derechos que más les importan a estos, y para los cuales el control de los inversionistas no crea grandes externalidades negativas para el empresario. Otra implicación interesante de este análisis es que, *ceteris paribus*, *las empresas con estados financieros más sólidos* (digamos, con un *A* más alto) *renuncian a menos derechos*. Esta predicción es corroborada por la evidencia. Las empresas con estados financieros sólidos (una elevada inversión inicial, un fuerte colateral, un seguro flujo de ingresos) obtienen financiamiento en el mercado, donde renuncian a unos pocos derechos de control firmando algunos compromisos. Las empresas con estados financieros intermedios ceden más derechos a través de compromisos más restrictivos y extensos cuando tratan con los bancos. Las empresas con estados financieros débiles, tales como las principiantes de alta tecnología, que tienen poco capital, colateral e ingreso garantizado, otorgan más derechos de control a, por ejemplo, capitalistas arriesgados (*venture capitalists*).

3.2 *Control Formal versus Control Real*

A menudo, jugadores sin control formal en realidad disfrutan de un significativo control sobre sus organizaciones²¹. Para dar dos ejemplos clásicos

20. Ver Aghion-Tirole (1997) para la derivación en un contexto diferente.

21. Este punto está influenciado por mi trabajo conjunto con Philippe Aghion (1997) sobre autoridad formal versus autoridad real.

sicos en el área de las finanzas corporativas, es un hecho conocido que a menudo los directorios simplemente ratifican las decisiones de la gerencia, y que accionistas importantes pero minoritarios suelen decidir por el gran grupo de accionistas pequeños pero mayoritarios. Por lo tanto, la asignación del control formal no puede constituir la historia completa.

En nuestra opinión, la teoría de las finanzas corporativas debería establecer una diferencia más clara entre control formal y control real. Las teorías más importantes a veces asumen que la *gerencia* tiene el derecho formal de tomar varias decisiones tales como las inversiones de largo plazo, el pago de dividendos y los *returned earnings*, el nuevo endeudamiento y las emisiones de títulos de valores, la elección del nuevo gerente general (CEO), y la resistencia frente a compras hostiles. En realidad este supuesto no es muy correcto —en la práctica, la gerencia necesita consultar con las autoridades más altas (el directorio, la asamblea general) para poder tomar muchas de estas decisiones. Tal supuesto es, además, poco intuitivo. En la medida que la estructura de gobierno controla la alta gerencia, parecería ser que la gerencia enfrentaría fuertes conflictos de interés, especialmente cuando toma decisiones que afectan el gobierno corporativo.

Esto no quiere decir que en la práctica la gerencia no tenga una influencia importante sobre tales decisiones. La tiene. La razón por la cual la gerencia tiene tanto poder, es que los gerentes poseen información patrimonial (*proprietary information*) que a menudo les permite salirse con la suya. Así, mientras los accionistas tienen el control formal sobre una serie de decisiones, los gerentes muchas veces tienen el control real.

Si finalmente son los gerentes los que toman las decisiones, ¿no sería apropiado asumir que directamente que son ellos los que tienen el control formal? Pensamos que no. Suponer en primer lugar que la gerencia es la que decide, nos impide analizar dos aspectos claves del debate sobre gobierno corporativo: primero, la asignación de los derechos de control formal (¿Por qué la gerencia recurre a los accionistas para tomar algunas decisiones pero no otras? ¿De qué manera los estados financieros de la empresa influyen la asignación de los derechos de control?) y, segundo, para ciertos derechos formales, el grado de control real en manos de la gerencia depende de la presencia e incentivos de monitores activos y de la divergencia entre los objetivos de los inversionistas, para mencionar algunos. Por lo tanto, estamos

a favor de comenzar con los principios elementales, para derivar luego las condiciones bajo las cuales la gerencia se sale con la suya sea por diseño de los procedimientos o por la falta de alternativas para sus directores.

Para ilustrar las ventajas de comenzar con los principios elementales, discutamos el *grado* de control real ejercido por la gerencia. Supongamos que se pueden tomar una serie de acciones, pero una acción saliendo del *status quo* y escogida al azar tendría consecuencias desastrosas. Sólo una acción fuera del *status quo* es “relevante”, pero ésta no es conocida ex ante. Generalicemos ligeramente el modelo del punto 3.1 asumiendo que (a) tanto el incremento, τ , en la probabilidad de éxito como el costo para los *insiders*, γ , son aleatorios y desconocidos en la fecha de la firma del contrato; (b) estos valores ya no tienen que ser necesariamente positivos, entonces

$$\tau \geq 0 \quad \text{y} \quad \gamma \geq 0$$

Un τ negativo implica una acción que afecta negativamente los beneficios de la empresa, y un γ negativo se refiere a un beneficio privado para el empresario (por encima del B obtenido con mal comportamiento). Supongamos que el contrato inicial asigna el control formal a los inversionistas, y especifica una compensación de ω para el empresario en caso de éxito.

Supongamos para empezar que el empresario identifica la acción relevante así como de sus características de pago $\{\tau, \gamma\}$ durante la etapa interina, y que los inversionistas no lo pueden hacer. El empresario puede proponer la acción a los inversionistas, y lo hará si dicha acción le brinda un pago superior a la acción *status quo*, es decir si

$$\tau\omega - \gamma \geq 0 .$$

¿Deberían los inversionistas aprobar la propuesta del empresario o negarse a hacerlo, llegando a un punto muerto? Puesto que ellos no pagan o reciben ningún costo o beneficio privado γ , los inversionistas tratan de determinar si, en promedio, la acción propuesta incrementa o no el beneficio esperado. La única información que poseen es que al empresario le interesa proponer esta acción. Los inversionistas por lo tanto aprobarán esta acción si y sólo si

$$E(\tau / \tau\omega - \gamma \geq 0) \geq 0 .$$

La condición (8) muestra que la congruencia es la clave del control gerencial real. Ya que para cualquier distribución conjunta de $\{\tau, \gamma\}$, el lado izquierdo de la expresión se incrementa con ω , mientras más alto sea el poder del esquema de incentivos a la gerencia, más alta será la probabilidad de que los inversionistas acepten la propuesta del empresario.

Por el contrario, una empresa con estados financieros débiles (un A bajo) tiene un ω pequeño, y por lo tanto poca congruencia entre el empresario y los inversionistas. Como es de suponer, el resultado más frecuente de esto será llegar a puntos muertos. Esto nos lleva a discutir el monitoreo activo. Cuando los puntos muertos son frecuentes, un monitor activo que puede introducir nueva información relevante para la toma de decisiones, podría romper los puntos muertos y ser, por lo tanto, particularmente útil, tal como ha sido argumentado por Gromb-Burkart-Panunzi (1997) (quienes, citando a Franks-Mayer-Renneboog (1996), hacen notar que la concentración de la propiedad en el Reino Unido aumenta con las crisis financieras). Con un monitor activo captando una señal σ_A sobre la calidad de la propuesta del empresario, y asumiendo que los intereses de este monitor activo son similares a los de los demás inversionistas y, por lo tanto, estos confían en su recomendación de aceptar o rechazar las propuestas del empresario, el nuevo criterio para la aprobación de la propuesta es:

$$E(\tau / \tau\omega - \gamma \geq 0, \sigma_A) \geq 0 .$$

3.3 *Títulos Múltiples y Acciones Ordinarias Externas*

Hasta el momento hemos distinguido entre los inversionistas informados (monitores activos o pasivos) y los no informados; puesto que los mismos monitores están expuestos al riesgo moral, podrían tener flujos de ingresos distintos a los de los demás inversionistas. Pero hay un sentido en el cual todavía hemos seguido considerado un solo tipo de títulos; no hemos dado ninguna razón por la cual deberíamos tener distintos tipos de títulos, con diferentes derechos de control. En el caso en el cual los derechos de control son relevantes (con monitoreo activo) era óptimo lograr la mayor congruencia entre el monitor activo y los demás inversionistas como fuese consistente con

los incentivos para monitorear. Es decir, tener objetivos contradictorios o externalidades asociadas a la toma de decisiones por los inversionistas no creaba ningún beneficio. En la práctica, sin embargo, observamos títulos, tales como las acciones ordinarias externas (*outside equity*) y la deuda, con intereses antagónicos y diferentes derechos de control. El costo de tales títulos es obvio: aquellos inversionistas en control pueden no internalizar el bienestar de otros inversionistas. Objetivos contradictorios crean externalidades. Por ejemplo, es sabido que los accionistas puedan seleccionar acciones con VPN negativo que incrementan el riesgo y “expropián” a sus acreedores, por lo que se deben introducir costosos contratos y opciones de salida que protejan a los acreedores (deuda de corto plazo, deuda convertible) a fin de limitar la importancia de este fenómeno. (Jensen-Meckling 1976). Así, la tarea es encontrar los beneficios, y no los costos de la coexistencia de distintos tipos de títulos. Explicar la coexistencia de distintos tipos de títulos con diferentes derechos de control es uno de los principales desafíos que enfrenta la teoría de las finanzas corporativas.

Empezando con una perspectiva más amplia, existen cuatro posibles explicaciones para la existencia de una multiplicidad de títulos. Probablemente cada una tenga cierta relevancia, pero ninguna es inmune a las críticas.

a) *La demanda de los inversionistas por títulos específicos*

Los inversionistas no tienen preferencias idénticas en relación a las características de los títulos de valores. Por ejemplo ellos pueden enfrentar distintos tratamientos tributarios o tasas marginales, o tener distintos requerimientos de liquidez. Por lo tanto, pueden demandar distintos tipos de valores. Una importante contribución en esta línea se debe a Gorton y Pennacchi (1990): Consideremos una economía con inversionistas de “corto plazo” y de “largo plazo”. La diferencia entre ellos consiste en que los inversionistas de corto plazo piensan comprar una casa, que pueden ser despedidos de su trabajo, o que pueden enfermarse, y por lo tanto están más expuestos a verse forzados a vender sus activos. A diferencia de los inversionistas de largo plazo, a los de corto plazo les preocupa poder perder dinero ante *traders* mejor informados cuando vendan sus activos²². De esta manera, ellos se

22. Como en Kyle (1985), por ejemplo.

verán incentivados a comprar “activos poco intensivos en información”, esto es, aquellos activos para los cuales la información privada que tienen los especuladores es un factor de menor importancia. En pocas palabras, bonos triple A (que, por definición, tienen muy bajo riesgo de no pago, y sobre cuyos rendimientos existe poca información asimétrica) serán probablemente revendidos en el mercado a un precio justo (*fair value*), mientras que las acciones de una empresa estarán sujetas a una significativa selección adversa en el mercado y serán vendidas con un descuento. Asumiendo que los aspectos especulativos del monitoreo discutidos en el punto 2.4 son menores para esta empresa, le conviene a la empresa diseñar los títulos de acuerdo a las necesidades de sus clientes: emitirá acciones para los inversionistas de largo lazo y bonos para aquellos con mayores necesidades de liquidez.

Mientras esta explicación de la existencia de una multiplicidad de títulos parece tener sentido, se necesita trabajar en ella para hacerla más precisa. En particular, no está claro si el diseño y *repackaging* de los títulos para beneficio del cliente deben ser hechos por la firma o por el intermediario. ¿Acaso no podría uno obtener los beneficios de la congruencia entre los inversionistas a nivel de la empresa y crear los beneficios de la diversidad para el inversionista mediante *unbundling* a nivel del intermediario? Otra cuestión relacionada con la existencia de intermediarios es: ¿no podrían los intermediarios agrupar activos intensivos en información de distintas empresas para crear activos poco intensivos en información que demandan los inversionistas de corto plazo? Este agrupamiento es en realidad utilizado a diario por los fondos que ofrecen índices de mercado como S&P 500, que están menos sujetos a información asimétrica que las acciones individuales²³.

b) *Manejo de Caja*

Otro aspecto importante del diseño de títulos son los requerimientos de liquidez de la empresa. Empresas nuevas de alta tecnología usualmente generan pocos –o nulos– ingresos durante mucho tiempo y deben ser financiadas principalmente mediante la emisión de acciones; deuda de corto y mediano plazo generaría serios problemas de liquidez y resultaría en

23. Ver Subrahmanyam (1991) y Gorton–Pennacchi (1993)

ineficiencias²⁴. Por el contrario, una empresa en una industria madura con grandes flujos de caja y pocas necesidades de inversión, debe estar sujeta a importantes apalancamientos para asegurarse que la empresa se deshaga del exceso de liquidez²⁵. Dado que el refinanciamiento está sujeto a los mismos problemas de racionamiento de crédito a que está sujeto el financiamiento inicial, la liquidez de la empresa debe ser cuidadosamente planeada por adelantado en la etapa inicial. Mientras la deuda de corto plazo reduce la liquidez, las acciones no lo hacen: mientras las acciones son líquidas a nivel del inversionista individual, son ilíquidas para el conjunto de los inversionistas, dado que el inversionista debe revender sus acciones a otro inversionista, sin que salga dinero de la empresa. La deuda de largo plazo es en este sentido parecida a las acciones, lo que explica porqué se propone a menudo²⁶ que parte de la deuda de largo plazo sea considerada como acciones, a pesar de que la deuda de largo plazo tiene un flujo de caja y derechos de control muy distintos a los de las acciones.

Desde nuestro punto de vista el manejo de caja (*liquidity management*) representa un importante aspecto en el diseño de títulos. Pero *per se* no explica la existencia de una diversidad de títulos. Uno podría pensar en reemplazar toda esta gama de títulos (deuda de corto plazo, acciones, etc.) con diferentes *cash-draining* características por un solo título compuesto, que tendría una demanda de liquidez sobre la empresa del mismo ritmo y monto. De esta manera, el manejo de caja puede ofrecernos una pista para la existencia de multiplicidad de títulos sólo si es combinado con una de las últimas dos explicaciones, que exponemos a continuación.

c) *Monitoreo*

Otro enfoque relativamente poco explorado para explicar la multiplicidad de títulos se centra en la naturaleza multidimensional del monitoreo, junto con un conflicto de intereses entre los distintos objetivos del monitoreo (si no fuera así, las distintas tareas del monitoreo podrían ser realizadas por

24. Ver, por ejemplo., Holmstrom-Tirole (1998)

25. Ver, por ejemplo, Jensen (1986).

26. Por ejemplo, en la regulación prudencial.

un solo monitor)²⁷. Por ejemplo, podría ser óptimo separar el monitoreo del riesgo moral a través de las condiciones de primer y segundo orden de dominancia estocástica. El monitoreo de la dominancia estocástica de primer orden (aumento de las ganancias) normalmente requiere compensar al monitor con una participación en las ganancias, lo cual pone fuerte presión sobre la cúpula. Sin embargo, tal participación puede disminuir la atención que preste el monitor al riesgo que se toma. De manera similar, sería inverosímil pedir al monitor a cargo de garantizar que no hayan problemas, que también cuide que la empresa mantenga el valor de reventa de su colateral en el caso de que hayan problemas.

Para resumir, el monitoreo múltiple puede dar lugar a objetivos incompatibles para distintos monitores activos; aun así, esto *per se* no explicará la multiplicidad de títulos ofrecidos a los inversionistas *no informados* (por ejemplo, bonos corporativos y acciones en manos de pequeños inversionistas). Al respecto, sería también interesante analizar la coexistencia del monitoreo especulativo multidimensional.

d) *Derechos de control: títulos múltiples como mecanismos que disciplinan*

Como acabamos de ver, la estructura de retornos de un activo determina la atención que pondrá su propietario para monitorear algunos aspectos de la gestión, así como la intensidad del monitoreo. Pero los retornos también determinan la elección de intervención del portador del título, si los derechos de control están ligados al flujo de retornos. Por tanto, el diseño de los títulos también es importante desde la perspectiva de los derechos de control. Ahora, como ya hemos mencionado, una eficiente toma de decisiones requeriría de una congruencia entre los dueños de los títulos y otros inversionistas, con el fin de prevenir externalidades. Así, dar el control a los portadores de títulos que no representan el interés colectivo de todos los inversionistas en la empresa, parecería tener muy poco sentido, a menos que esta asignación sirva para disciplinar a la gerencia.

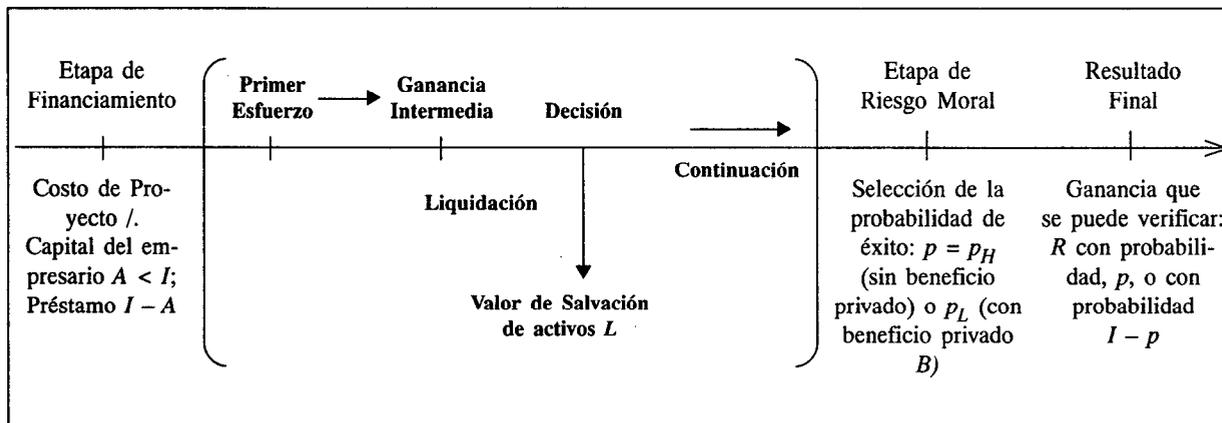
27. Ver Dewatripont-Tirole (1999) para un enfoque teórico de la *rationale for advocacy* en una situación en la cual un agente tiene tareas con objetivos contradictorios (lo cual es el reflejo por el lado del producto del trabajo de Holmstrom y Milgrom (1991) sobre

Uno de estos enfoques es desarrollado en Dewatripont-Tirole (1994) que trata sobre la coexistencia de deuda y acciones, y en Berglof-von Thadden (1994) que trata acerca de la coexistencia de la deuda de corto y largo plazo. La idea básica en estos artículos es bastante directa: el bienestar de los gerentes en general depende del desempeño de sus empresas, así como de sus esquemas de compensación. Es decir, las decisiones interinas tomadas por los inversionistas deberían ser tratadas como parte del paquete de incentivos a la gerencia. En particular, la asignación de derechos a los “inversionistas duros”, es decir aquéllos cuyas preferencias (definidas como el flujo de ingresos de sus activos) no coinciden con las de los gerentes, cuando el desempeño interino de estos últimos es débil; y a los “inversionistas blandos”, es decir aquéllos cuyas preferencias son más bien congruentes con las de los gerentes, cuando el desempeño interino de estos últimos es satisfactorio, crea buenos incentivos a la gerencia. Para ser más precisos, los acreedores, quienes por su naturaleza conservadora tienden a liquidar sus activos, y a minimizar, incentivan una administración rutinaria, y generalmente interfieren para hacer más seguros los retornos de la empresa, son temidos por la gerencia y por lo tanto se les debe otorgar el control cuando el desempeño de la empresa no es satisfactorio. Por el contrario, los accionistas, quienes son compensados en primer lugar, tienen menores incentivos que los acreedores para interferir con la gerencia (aunque también tienen conflictos de intereses con ésta), y deben recibir el control de la empresa cuando se está pasando por buenos momentos.

El Gráfico 4 ilustra este argumento de “el premio y el castigo”, que amplía el modelo básico añadiendo un problema previo de riesgo moral. Un “esfuerzo de primer periodo” determina una “ganancia de primer periodo” (o de “periodo intermedio”) que se puede verificar (tal vez de la manera determinista). Después de la obtención de esta ganancia, se debe optar entre seguir operando o liquidar la empresa. La liquidación permitiría a los inversionistas recuperar el valor de salvamento. El riesgo moral del modelo básico está ahora en el esfuerzo del “segundo periodo” del modelo ampliado, si es que la firma no ha sido antes liquidada.

multi-task effort substitution por el lado de los insumos). Estas notas surgen de discusiones con Mathias Dewatripont.

GRÁFICO 4
 TÍTULOS MÚLTIPLES COMO INSTRUMENTO DISCIPLINARIO



La razón por la cual la decisión es en general parte del paquete de incentivos es, nuevamente, la escasez de ingreso prometido. Supongamos que la ganancia intermedia es alta o baja. Pagarle al empresario un bono por una alta ganancia intermedia por encima de su cuasi renta si se sigue operando reduce el ingreso prometido. Ofrecer al empresario la perspectiva de la cuasi renta si se sigue operando, $p_H\omega$ (donde, como antes, $\omega \geq B/\Delta p$ es la retribución al empresario en caso de éxito), en el caso de obtener un alto beneficio en el primer periodo, y ofrecerle la perspectiva de liquidación en el caso de bajas ganancias en el primer periodo, bien podría ser la manera más barata de ofrecer los mismos incentivos, en el sentido de que de esta manera se ofrece un mayor ingreso prometido. Por supuesto que esto implica un costo. En este modelo el gasto total de la inversión se hace al comienzo, y la liquidación resulta costosa para los inversionistas si $p_H(R - w) > L$. Por lo tanto, la amenaza de liquidación también reduce el VPN del proyecto, y puede tener un impacto ambiguo sobre el ingreso prometido. Sin embargo, si el empresario es capaz de controlar las ganancias del primer periodo de manera aceptable (hay muy poco ruido en el rendimiento del primer periodo), la probabilidad de liquidación, dado un gran esfuerzo durante el primer periodo, es baja, y también lo es el costo de basar los incentivos del primer periodo en la amenaza de liquidación.

Para implementar esta decisión condicional de continuación, el empresario puede tomar una deuda de corto plazo que sea mayor que el bajo nivel de ganancias durante el primer periodo, y que sea menor que el alto nivel de las ganancias del primer periodo. Si la deuda de corto plazo es pagada con los ingresos desde el primer día, entonces los accionistas, cuyo ingreso potencial es sólo $R_E > 0$ en caso de éxito final (si la empresa continua), tendrán el control. Claramente elegirían continuar. Por el contrario, en el caso de problemas (la deuda de corto plazo no es pagada completamente), entonces se vence la deuda en su totalidad (la deuda de corto y de largo plazo). Puesto que los tenedores de deuda pueden reclamar $R_D = R - R_E - \omega$ si la empresa tiene éxito y continua operando, si $p_H R_D < L < R_D$ y si los tenedores de deuda tienen prioridad sobre el valor de liquidación L , entonces ellos optarán por liquidar.

Este simple esquema de “el premio y el castigo” plantea una serie de preguntas. Primero, y como normalmente ocurre con la teoría de los derechos de control, debe darse el caso que no esté determinado ex ante cuáles accio-

nes corresponden a “continuación” y cuáles a “liquidación”, por lo que las acciones no pueden ser especificadas *ex ante* en el contrato. En lugar de esto, uno se basa en las partes interesadas, los tenedores de títulos, para seleccionar la acción condicional apropiada. Estos tenedores de títulos reciben los incentivos dados por el flujo de retornos de sus títulos.

Segundo, un supuesto crucial tanto para esta teoría como para otras posibles teorías de la existencia de una multiplicidad de títulos, es que los tenedores de títulos no deshacen tal multiplicidad. En el contexto de los derechos de control, debe darse que, quien sea que esté en control no negocie con otros tenedores de títulos para internalizar la externalidad impuesta sobre estos últimos por las decisiones del primero. Si todos los tenedores de títulos renegociasen, regresaríamos al caso de un solo activo, y la teoría carecería de interés. En el caso de nuestro ejemplo, nótese que si no se paga por completo la deuda de corto plazo, los acreedores que ejercen el control liquidarán la empresa, aun si el valor de *continuar operando* desde punto de vista de acreedores y accionistas, $p_H(R - \omega)$, es mayor que el valor de los beneficios de la liquidación, L . De esta manera los accionistas están incentivados a “sobornar” a los tenedores de deuda, por ejemplo con un swap de deuda por acciones, para no liquidar la empresa. Esta difusión del patrimonio es eficiente *ex post*, pero por supuesto debilita los incentivos *ex ante* del empresario. Un resultado más general es el siguiente: la ganancia neta por continuar para los inversionistas es independiente de los resultados del primer periodo y por lo tanto la amenaza de intervención no puede ser utilizada para disciplinar al empresario si los títulos son renegociados y los inversionistas, por lo tanto, se comportan de una manera unificada.

Generalmente se hace uno de dos supuestos para evitar esta fuerte implicación del teorema de Coase. El primero es que por alguna razón (costos de transacción, información asimétrica entre los inversionistas, o restricciones de caja) la renegociación no funciona bien o no funciona en absoluto. Este fracaso de la renegociación entre los inversionistas crea ineficiencias *ex post*, pero conserva los compromisos creados por la multiplicidad de títulos. Mathias Dewatripont ha señalado²⁸, que existe un conflicto entre la práctica de facilitar la renegociación entre un gran número de tenedores de títulos, tales

28. En la conferencia de la Fundación Nobel sobre finanzas corporativas (Estocolmo, agosto de 1995)

como el intercambio de ofertas y la nominación de un fideicomisario de los tenedores de bonos, y la premisa de bastante trabajo en la teoría económica de la bancarrota²⁹ que se facilite una eficiente renegociación, por un lado y por el otro la existencia de diversos títulos en primer lugar. O, poniéndolo en otros términos, ¿por qué debería uno preocuparse en diseñar diversos títulos, si el resultado deseado es aquel producido por una empresa 100% de capital propio? Investigaciones futuras deberían aclarar la consistencia de las distintas piezas teóricas e institucionales del problema del diseño de los títulos.

Un enfoque alternativo para restablecer el nivel de compromiso permitido por la existencia de diversos títulos con derechos contingentes de control es asumir que el empresario es de alguna manera involucrado en el proceso de renegociación, y que su utilidad con renegociación es mayor que su utilidad en ausencia de renegociación.. El elemento clave a modelar es entonces la descripción de la concesión hecha por el empresario³⁰.

4. UN ENFOQUE MÁS AMPLIO: LA SOCIEDAD DE GRUPOS INTERESADOS (SGI)

Los economistas tradicionalmente enfatizan la responsabilidad de las firmas *vis-a-vis* sus accionistas. Tal como explicamos en la introducción, este punto de vista no es totalmente aceptado en otros medios. Quienes se oponen al concepto de valor de la posición accionaria de la empresa (VPA) señalan varias externalidades impuestas sobre otros accionistas por decisiones maximizadoras de ganancias: sobre el bienestar de funcionarios y trabajadores que han invertido su capital humano, así como otro tipo de capital (vivienda, empleo del cónyuge, colegios, relaciones sociales, etc.) en su relación laboral; sobre proveedores y clientes que también han invertido en su relación con la firma, dejando de lado otras oportunidades; sobre las poblaciones que sufren por el cierre de una planta; etc. La responsabilidad social de la firma

29. Ver en particular Aghion et al. (1992) y Bedchuk (1998) para trabajos innovadores en esta área.

30. Dado que el empresario enfrenta una restricción de efectivo (y es por esto que toma dinero prestado), tal concesión debe ser de una naturaleza distinta. Por ejemplo, puede ser la revelación por el empresario de información importante sobre una subóptima acción *first-best* que aumente los beneficios.

es algunas veces vista de manera aun más amplia, de tal manera que incluye la protección de grupos interesados que no tienen una relación contractual con la empresa; por ejemplo, la firma debería abstenerse de sobornar funcionarios en los países menos desarrollados, incluso si la posibilidad de ser sorprendidos es pequeña, o de contaminar el medio ambiente incluso si no existen impuestos o restricciones a la contaminación³¹. En resumen, la firma debe internalizar las externalidades que afectan a los grupos interesados³².

Los economistas han argumentado por mucho tiempo a favor de una apropiada internalización de las externalidades. Y por cierto la gran mayoría de ellos no se opone a los objetivos planteados por los proponentes de las SGI. Un debate científico, por lo tanto, debe centrarse en cómo alcanzar tales objetivos, más que en los mismos objetivos.

Antes de discutir la implementación de una SGI, quiero explicar el asunto de a qué se refiere exactamente el concepto. Por un lado, la SGI puede referirse a una *amplia misión de la gerencia*. Desde este punto de vista, la gerencia debe buscar maximizar la suma de los excedentes de los diferentes grupos interesados (adoptando un enfoque utilitario); y, si la gerencia no está naturalmente inclinada a hacer esto, deben diseñarse incentivos que induzcan a la gerencia a rendir cuenta de las externalidades impuestas sobre todos los grupos interesados. Por otro lado, la SGI puede referirse a la *participación de los grupos interesados en el control*, como es por ejemplo el caso de codeterminación en Alemania³³. Aparentemente, ambos conceptos están relacionados; por ejemplo, podría ser difícil para un gerente sacrificar ganancias para beneficiar un grupo interesado si existe la posibilidad de que un gerente maximizador de ganancias pueda asumir el control de la firma y sustituirlo³⁴.

-
31. Los consumidores son por lo general mejor protegidos por la competencia (junto con normas que regulen la calidad de bienes *credence*).
 32. Ver Aoki (1994), Blair (195), Hellwig (1998), Schmidt (1997) y Turnbull (1997) donde se discute el tema de las sociedades de grupos interesados.
 33. Porte (1992) argumenta a favor de la participación en los directorios de representantes de clientes, proveedores, asesores financieros, empleados y de la comunidad en general.
 34. En tal sentido, puede haber alguna consistencia en el sistema alemán de gobierno corporativo entre participación en el control, la inexistencia o poca importancia de las opciones de acciones de la gerencia, y la paralización del *takeover market*.

En lo que sigue asumiremos que las SGI significan tanto una amplia misión de la gerencia como participación en el control. Nuestra estrategia será regresar a los tres amplios tipos de incentivos discutidos en el contexto del concepto de valor de la posición accionaria de la empresa (VPA), en particular a la compensación explícita, los incentivos implícitos (referentes a la carrera), y la asignación de los derechos de control, y a preguntarse si estos incentivos pueden ser usados para promover de manera efectiva el concepto de SGI.

Para implementar la SGI, los incentivos a la gerencia deben ser diseñados de tal manera que estos incentivos estén alineados con los beneficios de los grupos interesados en general, en lugar de estar alineados únicamente las ganancias de los accionistas. En esta sección, consideraremos la provisión de los incentivos explícitos e implícitos.

4.1 Provisión de Incentivos a la Gerencia para Implementar una SGI: Incentivos Económicos

Los incentivos administrativos explícitos en el enfoque del VPA son provistos a través de bonos y opciones de acciones (*stock options*) que motivan a la gerencia a hacer su mejor esfuerzo para incrementar los beneficios, y buscar este objetivo cada vez que considere los costos y beneficios de decisiones alternativas. Del mismo modo, los incentivos explícitos a la gerencia en una SGI serían provistos recompensando a la gerencia en base a alguna medida del bienestar agregado de los grupos interesados (incluyendo a los inversionistas). El asunto más importante en este caso es si se puede disponer de tal medida de bienestar agregado. Argumentaremos que es más difícil medir la contribución de la empresa al bienestar de sus trabajadores, clientes o proveedores, que medir su propia rentabilidad. Para empezar, no existe una medida *contable* de dicho bienestar, aunque en algunos casos se pueden encontrar aproximaciones imperfectas, tales como el número de despidos. Por otro lado no existe un valor *de mercado* del impacto que tienen las decisiones, actuales y pasadas, de la gerencia sobre el bienestar futuro de los grupos interesados; es decir, no existe un concepto equivalente al valor de mercado de los activos, ya que el empleo, la provisión de insumos y otras relaciones

con la empresa no son negociables en un mercado líquido, tal como ocurre con las relaciones con los accionistas³⁵.

En ausencia de medidas confiables del bienestar de los grupos interesados que puedan incluirse en un contrato formal de compensación, los gerentes todavía podrían recibir compensaciones basadas en las utilidades, tal como se da bajo el paradigma del VPA. Desgraciadamente, la teoría de incentivos explícitos de multitarea –*multitask explicit incentives theory*–, (Holmström-Milgrom 1991), nos ha demostrado que diseñar un pago sensible al desempeño de una función específica conduce al descuido de las demás funciones³⁶. Inferimos por lo tanto que la SGI es probablemente mejor promovida mediante compensaciones *flat* a la gerencia, o sea, mediante remuneraciones fijas en vez de incentivos basados en el rendimiento. Otra vez, en este caso existe alguna consistencia de la visión benevolente de japoneses, alemanes y franceses con relación a la SGI y la poca importancia de los esquemas de incentivos a la gerencia en esos países.

4.2 *Incentivos Implícitos (Misiones)*

La discusión previa plantea el problema de qué es lo que la gerencia maximizará bajo un esquema de incentivos explícitos *flat*. La perspectiva optimista es que el ambiente gerencial inducirá a los gerentes a seleccionar lo que sea mejor para la sociedad, es decir, maximizar la suma de los excedentes de los grupos interesados. Este punto de vista es algunas veces confirmado: consideremos las sociedades caritativas. Por definición, el objetivo de tales organizaciones es incrementar el bienestar de los pobres, de los hambrientos, o permitir que una amplia mayoría tenga acceso a la cultura, por

-
35. Además, si se dispusiera de una medida del impacto de las decisiones de la gerencia sobre el bienestar de los grupos interesados (el cual no creo que sea el caso), entonces no habría objeciones al VPA puesto que la firma podría ser forzada a internalizar sus externalidades con contratos que especifiquen que la firma debe compensar por sus externalidades a los grupos interesados.
 36. A diferencia de Sinclair-Desgagné (1998) asumimos que la dimensión no monetaria no puede estar sujeta a una verificación contable, pues si no los incentivos multitarea podrían proveerse a través de la compensación basada en una combinación de la dimensión monetaria y la verificación de las otras funciones cuando el rendimiento monetario es alto.

citar algunos ejemplos. Obviamente, un comportamiento maximizador de beneficios sólo echará a perder el propósito de tales organizaciones. La clave del éxito de las instituciones caritativas es darle el manejo de las mismas a empleados idealista, quienes obtendrán beneficios privados de la promoción del bienestar social.

Aunque este paradigma trabaja relativamente bien en algunos casos, sería muy ingenuo pretender aplicarlo a ámbitos más generales. La mayoría de agentes económicos colocan su propio bienestar por encima del de la sociedad. Por lo tanto no podemos asumir que gerentes con esquemas de compensación *flat* maximizarán el excedente total. Sus incentivos están generalmente ligados a sus expectativas sobre su futuro profesional. La existencia de múltiples misiones (asociadas con el bienestar de cada grupo interesado) sugiere un análisis de la economía de las carreras multitarea (que de hecho son los incentivos enfrentados por los políticos, burócratas y la mayoría de empleados, que tienen pocas remuneraciones relacionadas con su desempeño).

Los incentivos implícitos se derivan del deseo de un agente económico de reflejar características tales como su habilidad en lo que normalmente se conoce con el nombre de “mercado laboral” de los agentes. Es decir, sobre cualquiera que en el futuro pueda tomar acciones que reflejen creencias con respecto a estas características y que impactarán directamente sobre el bienestar del agente: la junta directiva, los empleadores potenciales, electores y así sucesivamente (Holmström 1999). Los incentivos implícitos sustituyen (imperfectamente) a los explícitos, en ambientes en donde el desempeño no puede ser descrito a cabalidad *ex ante*, pero puede ser mejor evaluado *ex post* debido a la adquisición de nueva información³⁷.

Los incentivos implícitos son menos efectivos que los explícitos simplemente porque el vínculo entre desempeño y remuneración no puede ser totalmente controlado por un contrato. Éste es particularmente el caso en un ambiente multitarea. De hecho, un ambiente multitarea estropea tanto a los

37. Técnicamente, la falta de una “clave descifradora” no permite a las partes contractuales describir en el momento de la contratación el significado de un “buen desempeño”; es sólo más adelante, cuando la incertidumbre desaparece, que se vuelve más claro lo que un buen desempeño significa.

incentivos informales como a los formales (Dewatripont y otros, 1999a y 1999b). Una razón es que el desempeño de la gerencia contiene más ruido cuando el gerente tiene múltiples objetivos; el no poder “enfocar” en una tarea específica es, por lo tanto, costosa. Otra razón es que tareas múltiples pueden dar pie a “misiones confusas”, es decir, a situaciones en las que el mercado laboral del agente no sabe con certeza cuál es la misión (o misiones) objetivo del agente. Esta incertidumbre reduce más aun los incentivos del agente.

Todo esto nos lleva a pensar que el diseño de incentivos ala gerencia (implícitos y explícitos) para una SGI es una tarea particularmente compleja. Esta conclusión no debe sorprendernos. Después de todo los gobiernos podrían ser la forma más completa de SGI, ya que deben tomar en cuenta los bienestar de diversos grupos de interés. Es un hecho bien conocido que es difícil diseñar incentivos apropiados para los burócratas y políticos.

5. CONTROL COMPARTIDO VS. CONTROL NO DIVIDIDO

Pasemos ahora al segundo aspecto de una SGI: la estructura de control. Como notamos, es muy difícil que una SGI sea promovida por la estructura de control no dividida que prevalece bajo el paradigma del VPA. En cambio, podrían preverse dos estructuras de control: el control compartido en la forma de una codeterminación generalizada o la asignación del control a entes independientes que no tienen participación alguna en la empresa.

Para ver que no hay nada inusual sobre estas alternativas, usemos la analogía de la organización de los procesos de producción. Consideremos el caso de varios usuarios que requieren de un insumo común. Este insumo puede ser producido por un tercero, sea éste una corporación con o sin fines de lucro, controlada por agentes independientes de los usuarios (separación estructural); o por uno de los usuarios, quien luego se la vende a los demás usuarios (integración vertical); o incluso por una entidad controlada por los usuarios (*joint venture* o asociación). Por ejemplo, una red de transmisión eléctrica puede estar controlada por una compañía de distribución o por una de generación (integración vertical) o por un grupo de usuarios (*joint venture*, llamada “pool”) o por un organismo independiente (con o sin fines de lucro). En el contexto del debate del gobierno corporativo, las principales alternativas

son el control por el inversionista y el control compartido entre grupos interesados (*natural stakeholders* e inversionistas): ver la nota 1 más abajo.

Podríamos aprender mucho más sobre los costos y beneficios del control compartido si examinamos el conocido caso de la producción de un insumo conjunto y lo aplicamos al debate del gobierno corporativo. De hecho, *joint ventures* de insumos son bastante comunes: ejemplos de ello son las asociaciones de las tarjetas de crédito tales como Visa y Mastercard, bolsas de valores, Airbus, empresas agropecuarias y de investigación, empresas de telecomunicaciones, biotecnología y alianzas automotrices. Los *joint ventures*, las sociedades (*partnerships*) y las asociaciones pueden ser vistas como ejemplos de SGI's dado que agentes con conflictos de interés participan del control de las mismas. Pero debe notarse que nuestro primer argumento a favor del VPA, la escasez de ingreso prometido (véase sección 3.1), no es aplicable: Es mucho más fácil atraer capital para los socios en los *joint ventures* que para los empleados de una corporación; por lo tanto, la necesidad de pedir préstamos a terceros se reduce sustancialmente. En otras palabras, el auto financiamiento por los usuarios del insumo de un *joint venture* implica que la escasez del ingreso prometido no es un factor primordial en este caso.

5.1 *Los Costos y Beneficios del Control Compartido*

Una lección interesante del trabajo de Hansmann (1996) y de evidencia relacionada, es que la heterogeneidad de intereses entre las partes de un *joint venture* es un serio impedimento para su efectividad. Como uno podría esperar, los conflictos de interés entre las partes produce desconfianza y lleva a impases a la hora de tomar decisiones. Sin embargo, esta interesante observación no resuelve completamente el asunto de diseño institucional; porque lo que interesa para escoger determinadas instituciones es su efectividad relativa. Es concebible que las alternativas a los *joint ventures* también tengan un desempeño pobre en presencia de objetivos fuertemente divergentes entre los usuarios. Para regresar por un momento al debate del gobierno corporativo, el hecho que trabajadores y accionistas puedan tener problemas para ponerse de acuerdo debido a un conflicto de intereses, no significa que el control de los accionistas resuelva el conflicto. Y, de hecho, uno puede imaginarse que en una situación de conflictos de interés, el control compartido, al proteger a los diferentes grupos de interés, sería un mal menor.

Consideremos una situación en la cual dos usuarios deben monitorear cómo se adaptan a sus necesidades las decisiones de la gerencia. La gerencia a cargo de producir el insumo común propone un diseño. Cada usuario puede entonces invertir en la obtención de información para decidir si el diseño propuesto es el apropiado para sus necesidades y puede sugerir una modificación del diseño. En un joint venture, el usuario que monitorea necesita el consentimiento del otro usuario. Si el otro usuario también ha invertido en obtener información no habrá problema: el consentimiento será otorgado siempre y cuando la modificación beneficie a ambos usuarios. Si el otro usuario no lo ha hecho, existe información asimétrica, y el usuario no informado probablemente desconfiará de su socio si sus objetivos son disonantes. Hay por lo tanto la posibilidad de un impase. Rey y Tirole (1998) analizan esta situación, y demuestran que los incentivos para informarse y así contribuir al éxito de un joint venture son débiles cuando existen conflictos. En otras palabras, a pesar de que el joint venture tiene la conveniente propiedad de proteger a ambos usuarios contra diseños inapropiados, es muy poco probable que sea efectivo precisamente cuando los intereses divergen.

La comparación con el caso de integración vertical (cuando uno de los usuarios tiene el control sobre el diseño) confirma la intuición del sentido común. El control no dividido lleva al monitoreo y genera una rápida toma de decisiones. La efectividad del monitoreo surge del hecho que el incentivo para monitorear está correlacionado con el grado de control: un usuario se beneficia de su actividad de monitoreo si no tiene que negociar para afectar el diseño escogido. La rápida toma de decisiones está por supuesto unida al control no dividido. Sin embargo, el control no dividido tiene un costo: un sesgo a la hora de tomar decisiones³⁸.

5.2 *El Control no dividido: Protegiendo los Grupos Interesados que no Tienen Acceso al Control*

Supongamos que los objetivos de los grupos interesados son demasiado disonantes para que el control compartido sea efectivo, por lo que se requiere

38. Sobre las condiciones bajo las cuales estas simples instituciones son los mecanismos óptimos, y sobre las mejoras en las instituciones simples cuando no son los mecanismos óptimos, ver Rey-Tirole (1998).

control no dividido. Sin embargo, el control no dividido introduce un sesgo en la toma de decisiones (*biased decision making*) y el costo de este sesgo es particularmente importante cuando los intereses difieren fuertemente. Es entonces importante usar el aparato contractual para poder reducir las externalidades impuestas por las decisiones tomadas por el grupo interesado que ejerce el control (cuando los contratos privados no son efectivos, como en el caso de externalidades que causan polución, el marco legal y regulatorio debe sustituir a los contratos).

Existen *dos maneras de crear protecciones contractuales* para los grupos interesados que no tienen acceso al control. La primera es restringir el conjunto de acciones disponibles al grupo interesado que ejerce el control, excluyendo aquellas acciones que tienen una mayor probabilidad de causar externalidades negativas sobre otros grupos interesados; esta reducción del conjunto de acciones implica costos de transacción y de flexibilidad, pero a pesar de eso todavía puede crear valor. La segunda es hacer que los títulos de los grupos interesados que no tienen acceso al control sean tan insensibles a la toma de decisiones sesgadas como sea posible.

Esta idea es ilustrada en el Gráfico 5 para el caso de los acreedores y los empleados, con los accionistas ejerciendo el control. Los contratos de deuda imponen un gran número de convenios positivos y negativos, que pueden ser resumidos como definiendo el conjunto de acciones disponibles a los accionistas. Hacer que los títulos de los acreedores sean menos sensibles a las decisiones de los accionistas tiene dos aspectos: *títulos planos* y *opciones de salida* (*flat claims and exit options*). Primero, el título final de un acreedor es generalmente un título plano; y los colaterales ayudan a limitar aun más las pérdidas potenciales del acreedor en caso de que la deuda no sea pagada. Segundo, los contratos de deuda generalmente proveen al acreedor con opciones de salida que pueden ser ejecutadas antes que el "dividendo" del título sea realizado. Esto es más evidente en el caso de una deuda de corto plazo, que otorga a los tenedores de deuda la opción de mantener la deuda o librarse de ella en caso de que se tengan malas noticias; la deuda que puede ser convertida en acciones también protege a los tenedores de deuda contra un mal comportamiento de accionistas que toman riesgos excesivos. Por lo tanto, los contratos de deuda son básicamente diseñados para limitar la exposición de los acreedores a la toma de decisiones sesgadas por los accionistas.

GRÁFICO 5
LA PROTECCIÓN DE LOS GRUPOS INTERESADOS QUE NO
TIENEN ACCESO AL CONTROL

Contrato 0 ₁	Decisión 1 ₁	Fecha Intermedia 2 ₁	Resultado Final 3 ₁
Contrato Detallado		Salida	Títulos planos
<ul style="list-style-type: none"> • Convenios 		<ul style="list-style-type: none"> • Corta maduración • Deuda convertible 	<ul style="list-style-type: none"> •• Títulos fijos/no modificados • Colateral
<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdos colectivos con los empleados / sindicato 		<ul style="list-style-type: none"> • Entrenamiento general • Mercado laboral flexible 	<ul style="list-style-type: none"> •• Prioridad • Pago de compensaciones

La misma lógica puede ser aplicada a la protección de los empleados. Aquí, nos concentraremos en las opciones de salida. Las opciones de salida son facilitadas por las políticas de la empresa con respecto al entrenamiento, el diseño de los planes de jubilación, entre otros. Pero, es importante notar que tanto las opciones de salida para los empleados como su bienestar cuando son despedidos dependen en gran medida de la situación económica de la empresa y de la flexibilidad del mercado laboral. Aunque ser despedido es siempre muy costoso para un trabajador, actualmente este costo es mucho mayor en un país como Francia, que tiene una alta tasa de desempleo (en particular, de desempleo de largo plazo) y una baja movilidad por varias razones (tales como la estructura familiar y cuestiones de política fiscal), que en las economías anglo-sajonas, donde en la actualidad es mucho más fácil para los trabajadores despedidos encontrar puestos de similar calidad. Pensamos, por lo tanto, que una de las razones por las que el VPA es actualmente menos controversial en los países anglo-sajones que en la Europa Continental es que las externalidades que tiene el control de los accionistas sobre los empleados es menor que en los primeros.

Nota 1 (dividendos en especie vs dividendos en dinero): En el contexto del debate del gobierno corporativo, hemos implícitamente limitado nuestra atención a la elección entre el control del accionista y el control compartido. No hemos considerado el control de otros grupos interesados tales como empleados o clientes. El problema de otorgarle el control a los empleados o a los clientes, es que es difícil proteger a los inversionistas por medios contractuales. Mientras los convenios puedan restringir el pago de dividendos a los accionistas (para prevenir que los accionistas dejen a los acreedores y otros grupos interesados en el aire), es mucho más difícil prevenir que los empleados o los clientes se paguen a sí mismos grandes “dividendos” cuando si ellos están al mando. Debido a esto, la distinción entre “grupos interesados por naturaleza” y “grupos interesados por decisión propia” que introducimos al principio es crucial. Los dividendos pagados a los accionistas son altamente visibles y verificables; los dividendos pagados a los grupos interesados por naturaleza pueden no serlo: los empleados pueden disfrutar de grandes beneficios y los clientes pueden seleccionar diseños bañados en oro. Esta característica restringe severamente la efectividad de estructuras de gobierno en las que los inversionistas no están representados.

Nota 2 (protegiendo a los grupos interesados bajo un esquema de control compartido): es interesante notar que las políticas que hacen que, por ejemplo, los joint ventures sean exitosas son generalmente las opuestas a las que son deseables bajo un control no dividido. Bajo este último esquema, los grupos interesados que no tienen acceso al control deben ser protegidos contra la toma de decisiones sesgadas vía restricciones al conjunto de acciones, opciones de salida y títulos planos. Este tipo de protección puede no ser necesario bajo un esquema de control compartido ya que los grupos interesados ya están protegidos por sus derechos de control. Peor aun: las medidas cuyo objetivo es proteger a los grupos interesados a menudo los disuade de invertir en la empresa conjunta y son por lo tanto contraproducentes (ver Rey-Tirole 1998 para más detalles).

6. ¿VALOR DE LA POSICIÓN ACCIONARIA O SOCIEDAD DE LOS GRUPOS INTERESADOS? EPÍLOGO

Este trabajo comenzó expresando nuestra preocupación por la falta de debate científico sobre alternativas al VPA. El objetivo no era, por supuesto,

llegar a una solución definitiva para este importante problema, sino sugerir que el moderno aparato conceptual de los economistas puede ser empleado para dilucidar el asunto. Con este propósito se dio un paso atrás, y se proporcionó algunos antecedentes sobre los engranajes detrás de la implementación del paradigma del VPA. Luego nos preguntamos si instituciones similares pueden ser construidas para promover la SGI. He aquí lo que aprendimos en el proceso.

Nos dimos cuenta que la teoría moderna de los incentivos proporciona *algún* respaldo al estrecho y a priori peculiar concepto del VPA que ha dominado nuestro pensamiento desde el siglo XVIII. Para repetir, el VPA es en ciertos casos un óptimo second-best una vez que consideraciones sobre los incentivos son tomadas en cuenta. Dimos tres argumentos a favor del VPA: (1) Compensa por la escasez del ingreso esperado. (2) Provee con incentivos más a la gerencia más precisos y puntuales. (3) El control no dividido evita tanto los impases como la lentitud en la toma de decisiones.

Sin embargo nos resistimos a tomar una posición firme sobre el VPA. En primer lugar, el VPA genera opciones sesgadas. A pesar de dar sustancial atención a la protección a los grupos interesados que no tienen acceso al control (en la forma de convenios, opciones de salida y títulos planos) el VPA todavía permite que se den importantes externalidades y algunas implicaciones desagradables. Además, observamos que otros tipos de estructuras de gobierno, tales como asociaciones, joint ventures o sociedades, aparentemente trabajan bien en los medios específicos en los que se usan. En lugar de eso, enfatizaríamos la necesidad de que cualquier diseño de estructura de gobierno tome en cuenta las lecciones de la nueva economía de incentivos y controles.

REFERENCIAS

- AGHION, P., HART, O. AND J. MOORE
1992 "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics and Organization*, 8: 523-546.
- AGHION, P., AND P. BOLTON
1992 "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 59: 473-493.

EL GOBIERNO CORPORATIVO

AGHION, P. AND J. TIROLE

1997 "Formal and Real Authority in Organizations", Journal of Political Economy, 105: 1-29.

BEBCHUK, L.

1988 "A New Approach to Corporate Reorganizations", Harvard Law Review, 101: 775-804.

BERGÖF, E. AND E.L. VON THADDEN

1994 "Short-Term versus Long-Term Interests: A Model of Capital Structure with multiple Investors," Quarterly Journal of Economics, 109 (4) 1055-1084.

BERLE, A., JR., AND G. MEANS

1932 The Modern Corporation and Private Property, Chicago: Commerce Clearing House.

BERNANKE, B., GERTLE, M. AND S. GILCHRIST

1994 "The Financial Accelerator and The Flight to Quality," NBER WP 4789.

BORTOLOTTI, B., FANTINI, M., SINISCALCO, D., AND S. VITALINI

1997 "Legal Institutions, Capital Markets and privatizations; A Comparative Analysis," mimeo, Milan.

BURKART, M., GROMB, D. AND F. PANUNZI

1997 "Large Shareholders, Monitoring And the Value of the Firm," Quarterly Journal of Economics, 112 (3): 693-728.

CADBURY REPORT

1992 The Financial Aspects of Corporate Governance, Burgess Science Press.

CHE, Y.K., AND D. HAUSCH

1998 "Cooperative Investments and the Value of Contracting : Coase vs Williamson," American Economic Review.

COFFEE, J.

1991 "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", Columbia Law Review, 91: 1277-1368.

DEWATRIPONT, M. AND J. TIROLE

1994 "A Theory of Debt and Equity: Diversity Of Securities and Manager-Shareholder Congruence," Quarterly Journal of Economics, 109: 1027-1054.

1999 "Advocates", Journal of political Economy.

DEWATRIPONT, M., I. JEWITT, AND J. TIROLE

1999a "The Economics of Career Concerns, Part I: Comparing Information Structures, " Review of Economic Studies".

DEWATRIPONT, M., I. JEWITT, AND J. TIROLE

1999b "The Economics of Career Concerns, Part II: Application to Missions and Accounta bility of Government Agencies", Review of Economic Studies.

DIAMOND, D.

1991 "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans And Directly Placed Debt", Journal of political Economy, 99: 689-721.

FRANKS, J., MAYER, C., AND L. RENNEBOOG

1996 "The Role of Large Share Stakes In poorly Performing companies", mimeo, London Business School.

GORTON, G. AND G. PENNACCHI

1990 "Fianancial Intermediaries and Liquidity Creation". Journal of finance, 45: 49-71.

1993 "Security Baskets and Indexed -linked Securities". Journal of Business, January.

HANSMANN, H.

1996 The Ownership of Enterprise, Belknap harvard.

EL GOBIERNO CORPORATIVO

HART, O.

1995a Firms, Contracts, and Financial Structure. Oxford University Press.

1995b "Corporate Governance: Some Theory and Implications," Economic Journal, 105: 678-689.

HART, O. AND J. MOORE

1998 "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt", Quarterly journal of Economics, 113: 1-42.

1999 "Foundations of incomplete contracts", Review of Economic Studies. Hirschman, A. (1970) exit, Voice, and Loyalty. Cambridge: harvard University Press.

HOLMSTRÖM, B.

1979 "Moral hazard and Observability, "Bell Journal of Economics, 10: 74-91.

1999 "managerial Incentive problems: A Dynamic Perspective," Review of Economic Studies.

HOLMSTRÖM B. AND P. MILGROM

1991 "Multi-task Principal-Agent Analyzes Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design", Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 7, special issue, 24-52.

HOLMSTRÖM B. AND J. TIROLE

1993 "market Liquidity and Performance Monitoring", Journal of Political Economy, 101: 678-709.

1997 "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector, "Quarterly journal of Economics, 112: 663-692.

1998 "Private and Public Supply of Liquidity", Journal of Political Economy, 106: 1-40.

Jean Tirole

JENSEN, M.

1986

“Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76: 323-329.

JENSEN, M. AND K. MURPHY

1990

“performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98: 225-64.

KAPLAN, R., AND D. NORTON

1996

The balanced Scorecard, Harvard Business School Press.

KAPLAN, S.

1994a

“Top Executives, Rewards and Firm performance: A comparison Of Japan and the U.S.”, *Journal of Political economy*, 102: 510-546.

1994b

“Top Executives, Turnover and firm Performance in Germany, “*Journal of Law, Economics and Organization*, 10: 142-159.

KYLE, A.

1985

“Continuous Auctions and Inside Trading”, *econometrica*, 53 (6): 1315-1335.

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLERFER, A., AND R. VISHNY

1997

Legal Determinations of External Finance,” *Journal of Finance*, 52 (3): 1131-1180.

1998b

2Agency problems and Dividend Policies around the World”, mimeo.

MASKIN, E. AND J. TIROLE

1999a

2 Uniforeseen Contingencies and incomplete Contracts”, *Review of economic Studies*.

NÖLDEKE, G. AND K. SCHMINDT

1998

“Sequential investments and Options to Own, mimeo, University of Bonn and Munich.

EL GOBIERNO CORPORATIVO

REY, P. AND J. TIROLE

1998 "Divergence of Objectives and the Governance of Joint Ventures", mimeo, IDEI.

ROE, M.

1994 Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton: Princeton University Press.

SEGAL, I.

1995 Essays on Commitment, Renegotiation, and Incompleteness of Contracts, PhD thesis, Harvard University.

1999

"Complexity and Renegotiation: A Foundation for Incomplete Contracts," Review of Economic Studies.

SHLEIFER A. AND R. VISHNY

1997 "A Survey of Corporate Governance." Journal of Finance, 52: 737-783.

SINCLAIR-DESGAGNÉ, B.

1998 "How to Restore-Powered Incentives in Multitask Agencies", mimeo, Ecole Polytechnique and Cirano, Montreal.

SMITH, A.

1776 An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, New York: Modern Library, 1937.

STEWARD, B.

1994 "EVA". Fact and Fantasy," Journal of Applied Corporate Finance, Summer, 71-84.

TIROLE, J.

1998 "Incomplete Contracts: Where Do We Stand,? Walras-Bowley Lecture.

WILLIAMSON O.

1985

The Economic Institutions of capitalism. New york: Free Press.

ZINGALES, L.

1997

“Corporate Governance”, prepared for The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.