

EMPRESA Y EMPRESARIO: UN PLANTEAMIENTO CONTRACTUAL

"Freedom of enterprise is a fundamental characteristic of the most advanced modern economies. Capitalism, in contrast, is contingent; it is simply the particular form of patron ownership that most often, but by no means always, proves efficient with the technologies presently at hand"
Henry Hansmann

1. Las concepciones económicas de la empresa. En el sentido más común de la palabra, una empresa consiste en la combinación de los factores de producción (capital, materias primas y trabajo) con el objetivo de producir bienes o servicios para el mercado. Producir empresarialmente implica, pues, producir en equipo. Producir en equipo, en lugar de hacerlo individualmente, es eficiente porque pueden aprovecharse las ventajas derivadas de las *economías de escala* en la utilización de todos los factores de la producción (trabajo y capital) y las ventajas derivadas de la *especialización*: cada uno de los participantes en la empresa puede especializarse en una de las etapas de la producción y al especializarse, producir más rápidamente, con más facilidad o con mayor pericia; producir en equipo permite producir más cantidad y reducir el coste medio de cada unidad de producto etc¹. La especialización genera, a su vez, la necesidad de coordinar el trabajo especializado, aspecto que conduce a ver a las empresas como *organizaciones*.

Los economistas han analizado la empresa desde dos perspectivas. En primer lugar como unidad de producción de bienes o servicios, es decir, examinando qué combinación de los factores de la producción es necesaria o conveniente para obtener los bienes o servicios que oferta la empresa (*concepción neoclásica*). Esta perspectiva es útil para analizar las relaciones entre las distintas empresas en el mercado y, a los juristas, les resulta de interés, por ejemplo cuando se trata de determinar si el comportamiento de una empresa constituye un abuso de su poder de dominio en el mercado (art. 6 LDC). Pero la perspectiva de la empresa que más interesa a los juristas es la que analiza la empresa *desde dentro*. Es decir, la que examina qué vínculos unen a los sujetos que aportan los distintos factores de la producción que se combinan en la empresa.

Titulares de factores de la producción son los trabajadores (titulares del factor trabajo), los accionistas (titulares del capital social si la empresa adopta la forma de sociedad anónima), los obligacionistas y demás financiadores que "prestan" dinero a la empresa, los administradores de la empresa (que aportan un tipo especial de trabajo y actúan como agentes y representantes de los

¹ Una exposición breve y clara, en P. MILGROM y J. ROBERTS, Economía, organización y gestión de la empresa, trad. esp. Barcelona, 1994, p 24 ss.

“propietarios”), los proveedores (que aportan materias primas o producen “por encargo” partes del producto final) etc. Desde esta perspectiva, la empresa es un conjunto de *contratos*, es decir, acuerdos voluntarios (e incompletos) entre los titulares de los distintos factores de la producción: contratos de trabajo, contratos de administración, contrato de sociedad, contrato de suscripción de obligaciones, contratos de distribución etc. Estos contratos determinan la forma en que han de combinarse los factores para la obtención de la producción y la forma en que los rendimientos obtenidos se reparten entre los distintos participantes en la empresa.

Todos estos contratos no constituyen una red (como Internet, en la que todos los ordenadores están conectados con todos) sino que adoptan una estructura *centralizada*. El núcleo (con quien contratan todos los factores de la producción) es la *persona física o jurídica que denominamos empresario* al que se califica como el propietario por ser el que asume el *riesgo de la empresa*. Los demás participantes en la empresa (trabajadores, financiadores, acreedores, proveedores, Estado) son titulares de *pretensiones fijas* sobre los rendimientos de los activos de la empresa. El empresario es titular de una *pretensión residual*: su aportación a la empresa sólo será remunerada si queda algo después de haber pagado a los demás el precio pactado en sus respectivos contratos a cambio de su aportación a la empresa². El empresario puede ser una persona física o, más corrientemente, una persona jurídica. Como se ve, cuando el empresario no es una persona física, es un contrato entre varias personas físicas al que el Derecho atribuye personalidad jurídica lo que significa que se constituye un patrimonio separado del patrimonio personal de los que participan en el contrato.

2. La evolución de la concepción contractual de la empresa y la teoría de los *property rights*. La función del empresario dentro del trabajo en equipo en que consiste la empresa fue descrita por Alchian y Demsetz³. El empresario actúa, en primer lugar, como nexo de todos los contratos y con ello se ahorra mucho porque, en otro caso, cada uno de los participantes en la empresa tendrían que contratar con todos los demás participantes, lo que multiplicaría la complejidad de las relaciones. Al existir una persona jurídica (un sujeto de imputación de derechos y obligaciones) que actúa como nexo, el número de los contratos que hay que celebrar disminuye radicalmente.

El empresario es, además, el encargado de realizar cuatro grandes funciones. Ha de *medir la aportación* que los restantes titulares de factores de la producción realizan al producto de la empresa (productividad marginal). Con tal medición, se podrá determinar la *remuneración* que corresponde al titular de

² Esta es la tesis que ve la empresa como un conjunto de activos físicos que pertenecen a varios titulares y que fue formulada por primera vez por GROSSMAN/HART, “The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration”, *J. Pol. Econ.* 94(1986) pp 691-719. Una exposición sencilla se encuentra en O. HART, *Norms and the Theory of the Firm*, *manuscrito*, abril 2001, disponible en junio 2001 en www.ssrn.com.

³ A.A. ALCHIAN/H. DEMSETZ, “Producción, costes de información y organización económica”, trad. esp. en L. PUTTERMANN, *La naturaleza económica de la empresa*, Madrid 1994, p 141 ss. El modelo de Alchian y Demsetz fue completado con la formulación de la teoría de la agencia por JENSEN/MECKLING.

dicho factor (el salario que haya de pagarse al trabajador, el tipo de interés que haya de pagarse al financiador o el precio por pieza que haya de pagarse a la empresa auxiliar proveedora). Ha de *vigilar* o supervisar que todos los participantes *cumplan* con las obligaciones que para ellos se derivan de los contratos con la empresa (que los trabajadores o proveedores no *racaneen* o no “engañen” de cualquier otra forma aportando menos, trabajando más despacio, proporcionando menos calidad o cobrando lo que no deberían cobrar) y ha de *castigar* a los participantes que no cumplan, normalmente expulsándolos de la empresa, es decir, dando por terminada la relación con él (despidiendo al trabajador, resolviendo el contrato de distribución con el agente etc.)⁴.

En definitiva, el empresario es el propietario residual y es el titular residual del derecho a tomar decisiones. Ha de tomar, pues, todas las decisiones que no hayan sido asignadas, en los respectivos contratos con la empresa, a otra persona. ¿Por qué se remunera al empresario con la titularidad residual de los rendimientos de la empresa? Porque así tiene los incentivos adecuados para supervisar el trabajo de los demás ya que todas las ganancias “extra” que se obtengan son para él.

La idea de “control residual” permite utilizar la concepción de la empresa como un conjunto de activos (*non human assets*) que son propiedad común. Lo que define al empresario es la propiedad de ese conjunto de activos entendida como el derecho a decidir lo que se hace con los activos sin más límites que los derechos que ostenten otros sobre dichos activos o dicho de otro modo, el propietario es el que tiene el *derecho de decisión/control residual* sobre los activos en todas aquellas circunstancias respecto de las cuales no esté especificado *ex ante* (por el contrato) qué es lo que debe hacerse (Grossman y Hart)⁵. Y se califican como propietarios de la empresa a los titulares de tales derechos residuales. En otros términos, esta doctrina pone el acento no en el derecho a los rendimientos residuales sino en el derecho al control residual de los *activos* de la empresa. Lo normal es que quienes tengan derecho a los rendimientos residuales de la empresa sean los mismos que los que tienen derecho al control residual de los activos porque así se optimizan los incentivos para maximizar los ingresos que generen los activos⁶.

3. La atribución de la titularidad de la empresa: capitalismo y libertad de empresa. ¿Cuál de los participantes en la empresa debería ser el

⁴ Steven S. Cheung comparaba al empresario con el hombre que con un látigo se dedicaba a golpear las espaldas de los remeros que disminuían su esfuerzo respecto del ritmo de los demás. Al parecer, esos “hombres del látigo” eran contratados por el grupo de remeros -que eran los dueños del barco- precisamente para asegurarse de que ninguno “racaneara” (de forma que los latigazos eran voluntariamente aceptados).

⁵ S. J. GROSSMAN/O. D. HART, “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration” *J. Pol Econ*, 94(1986) pp 619-719, pp 693-694: “la esencia de lo que denominamos control es precisamente la autoridad para decidir sobre aquellos aspectos de la política empresarial que, debido a los elevados costes de transacción, no pueden ser contratados *ex ante* sino que han de dejarse a la discreción de aquellos a los que se les atribuye la autoridad”. Si los contratos pudieran ser “completos”, sería irrelevante a quién se atribuyen los derechos residuales de control, pues estos carecerían de contenido.

⁶ H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge-Londres 1996, p 12.

empresario/titular de la empresa/propietario, entendido como aquel a quien se atribuyen los derechos residuales de control y de recepción de los ingresos residuales?. En principio, es probable que, si los costes de ser propietarios son costes de asunción del riesgo y costes de contratar y gobernar la empresa, será mejor (i) que *muchas personas* compartan la posición de propietarios⁷; (ii) que sea una buena idea que estas personas sean las que aportan alguno de los factores de la producción de la empresa y (iii) que sea una mala idea hacer propietarios, *simultáneamente* a todos los titulares de los factores de producción (trabajadores, prestamistas, proveedores) y a los clientes.

(i) Normalmente, será el participante en las relaciones contractuales que constituyen la empresa que sea menos averso al riesgo el que, *ceteris paribus* estará dispuesto a asumir la función (y los riesgos y beneficios) de ser empresario. Lógicamente, esta disposición dependerá de la posibilidad de *diversificación*. Aquellos que puedan diversificar el riesgo que asumen al participar en el equipo estarán más dispuestos a convertirse en los empresarios que aquellos que tienen su riesgo concentrado. Al hacer propietarios a un grupo de personas, en lugar de a una sola, se incrementan las posibilidades de diversificación.

(ii) Téngase en cuenta que los que contratan de forma más frecuente o importante con la empresa son, precisamente, los que aportan los factores de la producción (los que aportan el capital, los que aportan el trabajo, los proveedores que aportan materias primas) y los que obtienen los bienes o servicios de la empresa, esto es, los clientes. Si cualesquiera de éstos son propietarios de la empresa, contratarán con ella la prestación del factor de producción que controlan a menor coste que si no fueran propietarios. De ahí que, normalmente, el *grupo* de propietarios sea alguno de los titulares de los factores de producción usados por la empresa. Pero si contratar no es muy costoso, el grupo correspondiente contratará y no se hará propietario (los trabajadores celebrarán contratos de trabajo con la empresa; los que financian la empresa, contratos de préstamo, los clientes y proveedores contratos de compraventa). El grupo para el que sea más costoso contratar – que esté sometido a un mayor riesgo de expropiación por parte de los que gestionan – será el grupo “propietario” si constituyen un grupo suficientemente homogéneo en sus intereses como para que puedan adoptar decisiones colectivamente – a través del voto – de manera eficaz.

(iii) Hacer propietarios simultáneamente a los titulares de los distintos factores de producción no es una buena idea porque los conflictos entre los distintos grupos – con intereses heterogéneos – se multiplican y, consecuentemente, se elevan los costes de tomar decisiones⁸.

Pues bien, *los que aportan el capital de riesgo* cumplen los tres requisitos: pueden diversificar invirtiendo en muchas empresas a la vez; sus costes de contratar son elevados – son “fácilmente expropiables” por los gestores y los demás participantes en la empresa y no se han desarrollado los mercados suficientemente – y sus intereses son homogéneos en comparación

⁷ V., ampliamente, HANSMANN, *Ownership*. 22 ss

⁸ “... los participantes tendrán, normalmente, intereses radicalmente divergentes, de modo que si convertimos a todos en propietarios estaremos elevando enormemente los costes de tomar decisiones colectivas...”, HANSMANN, *Ownership*, p 44.

con los intereses de cualquier otro grupo relacionado con la empresa⁹. Esto explica que la mayor parte de las empresas estén organizadas atribuyendo a los que aportan el capital de riesgo la posición de *propietarios* o titulares residuales de los rendimientos y del control de los activos y que las participaciones en el derecho a los rendimientos residuales estén diseñadas de forma que se maximice la homogeneidad de las posiciones de cada uno de los titulares¹⁰.

Pero eso no quiere decir que en sistemas económicos de mercado no sobrevivan y se multipliquen las empresas en las que la propiedad (los derechos residuales de control) está asignada a personas distintas de los que aportan el capital de riesgo.

4. Las empresas capitalistas. En la generalidad de los casos, pues, el empresario-titular residual está formado por los que *aportan el capital de riesgo*, es decir, los inversionistas "internos" (por oposición a los externos: prestamistas, obligacionistas etc).

Los economistas dicen que es lógico -eficiente- atribuir la titularidad residual a los aportantes de capital porque ellos son los que más fácilmente pueden perder su aportación a la empresa en comparación con los otros participantes. La inversión de capital se utilizará normalmente para la adquisición de lo que se denomina *capital fijo*, es decir, bienes y derechos que se utilizarán para llevar a cabo la actividad económica de la empresa y que perderían buena parte de su valor si hubiera que destinarlos a otro fin (vendéndolos a terceros). Son *inversiones específicas*. Por ejemplo, los cien millones de capital aportados por los inversores internos en un proyecto de acería serán destinados a construir la factoría, la cual, si el proyecto no sigue adelante adecuadamente y hubiera que vender el inmueble y la maquinaria a terceros, valdría mucho menos de cien millones. Los restantes aportantes no sufren un riesgo tan brutal de depreciación de su inversión porque ésta no suele ser tan específica a la empresa (el trabajador puede utilizar su fuerza de trabajo en otra empresa) o porque la contratación de su prestación con la empresa es menos costosa (el financiador puede exigir garantías antes de prestar el dinero...). Como ha señalado Williamson, los activos adquiridos con el capital aportado son los únicos que quedan en manos de la empresa. Los demás activos (energía eléctrica, materias primas, trabajo...) quedan en manos de sus titulares (proveedores, trabajadores) y pueden cortar unilateralmente su provisión a la empresa si observan incumplimientos por parte de ésta. Lo propio no pueden hacerlo los que han aportado el capital. En otros términos, podría decirse que la financiación -la aportación de capital que es la que hacen los accionistas- es el activo "más especializable" de todos los que forman la empresa, precisamente porque el dinero se puede intercambiar por cualquier cosa a menor coste que cualquier otro bien, por lo que también es el que sufre

⁹ HANSMANN, *Ownership*, p 296-297.

¹⁰ Así, una acción de una sociedad anónima es igual que otra acción que es igual que otra acción. Salvo pacto en contrario, todas las acciones atribuyen los mismos derechos (arts 47 a 50 LSA y art. 5.1 LSRL). Esta igualdad facilita la adopción de acuerdos

mayor riesgo de expropiación de sus rentas por los demás participantes en la empresa¹¹.

En definitiva, son los titulares de los activos físicos -los que se adquieren con el capital- los más expuestos a expropiación, porque dichos activos tienen un valor *fuera* de la empresa en la que se integran muy inferior a su valor en la empresa. Esto es una generalización. Hay casos en los que el activo más expuesto a la expropiación es el capital humano, como ocurre en las sociedades de profesionales (la expropiación consiste en que unos socios-abogados, los más vagos o más incompetentes, se aprovechan del trabajo, esfuerzo y reputación de los más laboriosos y competentes si los beneficios se reparten de manera igualitaria) y, en tales casos, lo lógico es que la titularidad residual de la empresa se atribuya a los que aportan el capital humano a la empresa y no a los que aportan capital físico¹².

En este sentido, se ha afirmado que el nacimiento y crecimiento de una empresa puede explicarse como resultado del *miedo a la expropiación*. Los accionistas-inversores han proporcionado medios a la sociedad que se han invertido en activos específicos, es decir, y como acabamos de ver, activos (por ejemplo, maquinaria, naves industriales, suelo...) que vale menos -o incluso nada- en otro uso distinto. Los demás participantes en la empresa social lo saben y pueden "expropiar" a éstos. Cuando el titular de un recurso necesita del concurso de otras personas para maximizar los beneficios que su explotación puede generar, ha de temer que estas personas obtengan el conocimiento necesario para explotarlo y lo hagan por su cuenta arrebatando al propietario del recurso los beneficios correspondientes. Consecuentemente, en la fase inicial de cualquier proyecto empresarial, el empresario realiza, él solo, todas o las más importantes tareas de la empresa. Simplemente, porque no puede fiarse de las otras personas (los costes de *monitoring* son demasiado elevados). Con el paso del tiempo, el empresario estará en mejores condiciones de proteger el recurso frente al riesgo de que un empleado infiel se monte su propia empresa a costa de él (puede encontrar empleados dignos de confianza o descubrir la forma de dividir el trabajo entre los empleados de manera que ninguno esté en condiciones de replicar la empresa y puede crear lazos de fidelidad con algunos de los empleados de forma que prefieran quedarse con él a irse con otros -por ejemplo, pagando salarios de eficiencia-). Consecuentemente, el empresario es normalmente el titular del recurso cuyos beneficios pueden ser expropiados. Lo especial sería según estos autores que los activos físicos aumentan de valor porque se les va añadiendo capital humano de su propietario.

¹¹ Zingales (Voz "Corporate Governance" en *Palgrave Dictionary of Economics and the Law*) afina esta idea añadiendo que los que aportan el capital de riesgo tienen, además, la ventaja de ser el grupo de titulares de factores de la producción menos reacios a especializar su activo (el capital) lo que permite maximizar las ventajas de la especialización.

¹² V., MILGROM/ROBERTS, *Economía*, p 361 ss; ZINGALES, *Corporate Governance*, p 5: la empresa es un "nexo de inversiones específicas que no pueden ser reproducido - imitado - por el mercado" porque es una combinación única de activos y personas que se han especializado recíprocamente. R.J. RAJAN/L. ZINGALES, "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms, manuscrito 1999, disponible en www.ssrn.com publicado en *Quarterly J. Econ.* 116(2001) p 805; V. SALAS, *El Gobierno de la empresa*, Barcelona, 2000, p 77 citando a Williamson

Conforme los mercados financieros se desarrollan, los costes de contratar la financiación se reducen de forma que otros grupos ascienden en el *ranking* de candidatos a ser titulares residuales. Singularmente, los trabajadores que aportan el capital humano a la empresa. Para éstos, la opción de replicar la empresa fuera de ella es cada vez menos costosa en la medida en que pueden duplicar los activos físicos titularidad de la empresa recurriendo a terceros para obtener la financiación necesaria, financiación que deviene más barata y fácil de obtener conforme se desarrollan mecanismos de mercado para financiar nuevas empresas (capital riesgo) que reducen el poder de mercado de los bancos como fuentes de financiación¹³.

Hansmann generaliza esta idea señalando que será eficiente atribuir la propiedad a aquél de entre los aportantes de factores de la producción o de clientela *para quien los problemas de contratar... son más severos*¹⁴, es decir, aquellos que están en peores condiciones para contratar su aportación con la empresa. En efecto, el hecho de que la inversión sea más fácilmente expropiable por los demás participantes en la empresa no sería un problema si los titulares del recurso invertido pudieran contratar de modo completo con los demás, es decir, pudieran protegerse contractualmente contra la expropiación. En este sentido, la relación laboral puede contratarse muy detalladamente (los convenios colectivos son detalladísimos), el préstamo de dinero o la compraventa de materias primas pueden ser objeto de contratos muy específicos sin demasiado coste. Por el contrario, la aportación del capital de riesgo es menos "contratable" y, por eso, más fácilmente expropiable por los demás participantes.

La posición de los accionistas como grupo es, además, más homogénea porque aportan todos lo mismo – dinero – y sus posiciones son fungibles (una acción es igual que otra acción) y comparten los mismos fines (maximizar el valor de la compañía) lo que facilita la contratación entre ellos y reduce el eventual conflicto de intereses interno¹⁵. Si los fines de los miembros de un grupo son heterogéneos, y es costosa la negociación entre los miembros del grupo, no hay garantías de que los resultados de los procesos de decisión en dichos grupos sean los que maximicen el bienestar conjunto

Lo que se acaba de exponer se traduce jurídicamente en que los intereses de los distintos grupos se protegen y organizan a través de un sector diferente del Derecho. Así, la organización y protección de los intereses de los accionistas-inversores corresponde al Derecho de sociedades. La protección de los trabajadores corresponde al Derecho del Trabajo. La protección de los acreedores corresponde -al margen de las normas sobre el capital social- al Derecho de obligaciones y al Derecho concursal. La protección del medio ambiente corresponde al Derecho público etc. La configuración actual de

¹³ RAJAN/ZINGALES, *Saving Capitalism*, pp 84-85.

¹⁴ HANSMANN, *Ownership*, p 21.

¹⁵ Lo que explica, por ejemplo, que existan límites claros a las posibilidades de "inventar" clases de acciones diferentes. Demasiada variación en los derechos de unas y otras incrementa las posibilidades de conflictos de interés entre unos y otros accionistas y dificulta, por tanto, el gobierno de la empresa. V., por ejemplo, en relación con los *tracking stocks*, esto es, acciones cuyos dividendos y valor van ligados a una división determinada de una empresa G. TRIANTIS, "Organizations as Internal Capital Markets", *Harvard L. Rev.* 117(2004) pp 1135-1137.

nuestro Derecho de sociedades (que sólo se ocupa de las relaciones entre los socios y las relaciones entre socios y administradores y, en lo que hace al capital, de las relaciones con los acreedores) responde, pues, a una perspectiva perfectamente actual: no es nada eficiente “sobrecargar” las normas jurídicas atribuyéndoles funciones múltiples (proteger a los trabajadores, a los accionistas, al medio ambiente etc.).

Por tanto, “la prioridad de los accionistas” en el Derecho de sociedades sigue siendo sensata incluso en un mundo en que lo abundante sea el capital-inversor y lo escaso sea el capital humano y la tecnología¹⁶. Este cambio afectará a la importancia relativa del Derecho que se ocupe de la contratación del capital humano y del acceso a la tecnología en relación con el Derecho de sociedades, pero no cambia el contenido y los principios que deben presidir el Derecho de sociedades.

Lo anterior tampoco significa que los particulares no puedan utilizar cada uno de los sectores del Derecho que se aplican en la empresa para “contratar” y proteger sus intereses. Así, por ejemplo, un proveedor de una empresa puede adquirir una participación accionarial en la misma como una forma de asegurarse que se mantendrá, en el largo plazo, como proveedor de la empresa (en la medida en que su participación en el capital de la sociedad le permite influir para que se mantengan las relaciones comerciales con su empresa). Viceversa, si la sociedad-cliente adquiere acciones de la sociedad proveedora, estas “participaciones recíprocas” pueden servir de garantía de que ambas partes cumplirán lealmente los contratos (de suministro) que les unen. Del mismo modo, los trabajadores pueden tener una influencia sobresaliente en la gestión empresarial si, como ocurre con cada vez más frecuencia, son los principales accionistas de la sociedad.

En muchos casos -en empresas de cierta envergadura- los que aportan el capital no se encargan directamente de la gestión de la empresa, sino que contratan a personas especializadas para que lo hagan: los administradores o *managers*. El contrato social regula la elección, destitución, funciones, deberes y derechos de los administradores. Como puede suponerse, cuando los aportantes de capital son una pluralidad de personas y cuando se encarga a terceros la gestión de la empresa, aparecen problemas que no existen cuando el titular residual de la empresa es una persona individual. Estos problemas son los mismos que aparecen en relación con los restantes miembros del “equipo” en que consiste la empresa y derivan de la existencia de discrepancia de intereses entre los participantes: *cada accionista ha de temer que los demás accionistas no cumplan el acuerdo en los términos y espíritu pactado; que traten de apropiarse de rendimientos de los activos sociales que no les corresponden* etc. Igualmente, han de temer que los administradores racaneen en su trabajo (no actúen como administradores diligentes) o que no se comporten honradamente y desvíen en su favor beneficios que corresponden a la empresa (que no actúen como representantes leales). Estos problemas se

¹⁶ V. SALAS El Gobierno de la empresa, Barcelona, 2000, p 18.

denominan en la jerga económica costes de agencia y su formulación se debe a Jensen y Meckling¹⁷.

Se trata de un concepto general el de los costes de agencia aplicable no sólo cuando una persona (el principal) encarga a otra (el agente) hacer alguna cosa por su cuenta -esta es la concepción de las relaciones de comisión o mandato que tenemos los juristas- sino siempre que en una relación voluntaria entre dos sujetos uno de ellos puede afectar con su comportamiento a la esfera del otro (sin el consentimiento de éste respecto de la acción concreta). Por lo tanto, hay costes de agencia siempre que hay lo que los juristas llamaríamos una relación fiduciaria o de confianza o un contrato incompleto. Al que con su conducta puede afectar a la esfera del otro se le denomina agente y al afectado, principal. Una relación de agencia en sentido económico existe no sólo entre administradores y accionistas sino también entre banco prestamista y empresa prestataria porque si ésta desvía los fondos a un fin diferente al pactado o lo reparte directamente entre los pobres, su conducta afecta al interés del banco en que la empresa devuelva el préstamo disminuyendo esta posibilidad.

En general, si principal y agente son maximizadores egoístas de su propia utilidad, no hay garantía alguna de que el agente no anteponga su propio interés al de su principal. Los costes de agencia pueden definirse así como los costes derivados de la divergencia de intereses que existen entre los distintos sujetos que intervienen en la empresa y cuyas relaciones se reglamentan a través de contratos duraderos que no son completos -no pueden contemplar de antemano todas las contingencias posibles- ni perfectamente ejecutables. Son costes en los que ha de incurrirse para evitar conductas oportunistas de los agentes, es decir, conductas que maximizan la utilidad de los agentes -que gestionan los recursos- a costa del principal -que aporta los recursos-. *Los costes de agencia son las inversiones que han de hacerse para asegurar que los agentes se ajustan en su conducta contractual a los intereses de sus principales.* Asegurar este alineamiento puede implicar el establecimiento de estructuras de incentivos y la previsión de dispositivos de la más diversa índole que permitan vigilar la conducta del agente y constreñirla.

Estos costes son, por un lado, *costes de supervisión o vigilancia (monitoring costs)*, es decir, los costes en que ha de incurrir el principal para asegurarse -controlando al agente- de que éste no realiza actividades que le perjudiquen y que actúa leal y diligentemente en la gestión de sus intereses. En segundo lugar, *costes de garantía (bonding costs)* que son los costes en los que incurre el agente para asegurar al principal que no llevará a cabo actividades que perjudiquen sus intereses y que actuará leal y diligentemente. Por último, *costes residuales*, que son los costes de la divergencia de intereses que aún subsisten porque el coste marginal de incurrir en nuevas medidas de supervisión o de garantía no compensa el beneficio que se obtendría (en forma de una reducción de dicha divergencia).

¹⁷ M. JENSEN/W. MECKLING, "Teoría de la empresa: la gerencia; costes de agencia y estructura de la propiedad", *J. Fin. Econ.*, 3(1976) p 305 ss, traducción en PUTTERMAN, Naturaleza económica, p 261 ss. pp 265-66:

5. Las empresas de titularidad familiar. Las empresas muy grandes tienen su capital distribuido normalmente entre un elevadísimo número de personas. Más adelante se analizarán los problemas que plantea esta separación entre la propiedad – en manos de miles o millones de accionistas – y el control de la gestión – en manos de los administradores-. Pero lo más frecuente es que incluso las grandes empresas estén controladas por un grupo de accionistas relativamente pequeño. En muchos casos, este grupo tiene carácter familiar¹⁸. La propiedad familiar de una empresa tiene ventajas e inconvenientes.

Las *ventajas* se resumen en que (i) la familia tiene incentivos para controlar de cerca el trabajo de los administradores porque sufren significativamente en su patrimonio si los administradores no trabajan duro o roban a la empresa (con lo que se reducen los costes de agencia que examinaremos a continuación). (ii) Aún más, frecuentemente, el administrador es un miembro de la familia lo que aumenta la identificación entre el administrador y la compañía. (iii) Por otra parte, la mayor comunicación y lazos comunes a todos los miembros de la familia actúan como mecanismos automáticos de garantía de que todos actuarán en interés del grupo (reducción de los costes de *monitoring* o vigilancia recíproca). Además, es probable que el bienestar de los demás miembros de la familia forme parte del propio bienestar del miembro de la familia que gestiona la empresa (*altruismo*)¹⁹. (iv) Las empresas familiares tienen intereses a largo plazo porque las familias tienden a ver la empresa como algo que está destinado a pasar a los herederos y no a ser consumido por la generación presente. Así, se reduce el riesgo de que se adopten decisiones empresariales “miopes” que pueden proporcionar beneficios a corto plazo pero reducen el valor de la empresa a largo plazo; se aprovechan mejor las ventajas del “aprendizaje” a largo plazo ya que están muchos años en el mismo mercado y acaban conociéndolo muy bien y apreciando correctamente las oportunidades de inversión; se obtienen los beneficios de la *reputación* porque los que están en la empresa “son siempre los mismos” en las relaciones con clientes, proveedores y trabajadores lo que permite a las empresas familiares, por ejemplo, obtener mejores condiciones en los créditos bancarios

¹⁸ V., para lo que sigue, R.C. ANDERSON/D. M. REEB “Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *J. Fin.* 58(2003) p 1301 ss; M. BURKART/F. PANUNZI/A. SHLEIFER “Family Firms”, *J. Fin.* 58(2003) p 2167 ss: hasta el punto de que el 18 % del capital de las 500 mayores empresas norteamericanas, por ejemplo, está en manos de grupos familiares y se ha afirmado que, en general, la mayoría de las empresas en términos absolutos, sean grandes o pequeñas, coticen en bolsa o no en todo el mundo están controladas por grupos familiares. En todo caso, la definición de lo que se entienda por una empresa familiar varía notablemente. Así, hay quien considera tales las empresas que tienen un accionista de control que es un individuo; otros se limitan a las sociedades controladas y gestionadas por los herederos del fundador de modo que sólo incluyen aquellas empresas cuyos titulares pretenden traspasarla a sus hijos o descendientes. V., sobre estos distintos conceptos, R. MORCK/B. YEUNG “Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control” World Bank Policy Research Working Paper 3406, September 2004, disponible en marzo de 2005 en www.ssrn.com

¹⁹ V., J.J. CHRISMAN/J.H. CHUA/R. A. LITZ, “Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2004, p 335 ss., p 349: “family involvement may, indeed, decrease overall agency problems”.

o tener buenas relaciones con el Gobierno del país, etc²⁰. Se comprenderá, pues, que la *estabilidad* de las relaciones familiares sea decisiva para la obtención de las ventajas indicadas²¹.

Los *inconvenientes* se resumen señalando que las empresas familiares no están expuestas a la benéfica influencia de los mercados de capitales, lo que dificulta la solución de los conflictos y dota a los miembros de la familia que gestionan de un poder superior a su participación en la sociedad, reproduciéndose así los problemas derivados de la falta de correspondencia entre propiedad y control. Las familias tienen incentivos para sacrificar ingresos futuros a favor de consumo presente y a “disfrutar” del control en forma de extracción de beneficios de la empresa para uso particular. Como accionistas de control, tienen incentivos para adoptar decisiones ineficientes o *expropiar* a los socios minoritarios (sean estos miembros de la familia que no están en la gestión, sean extraños a la familia), es decir, a extraer beneficios de la sociedad que controlan en cuantía proporcionalmente mayor a su participación en el capital social a través de mecanismos tales como salarios abultados para los miembros de la familia que trabajan en la sociedad, la selección ineficiente de los gestores (contratando como tales a miembros de la familia aunque terceros ajenos pudieran hacer un trabajo más eficaz o disculpando los errores de los ejecutivos – miembros de la familia) o contratos entre los miembros de la familia y la sociedad beneficiosos para los primeros (*self dealing*) pero también a través de la selección de proyectos de inversión diferentes de los que elegirían los accionistas minoritarios (*ceteris paribus* la familia elegirá proyectos menos arriesgados y que, por tanto, reduzcan las posibilidades de quiebra de la

²⁰ V., H.S JAMES, “Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm”, *International Journal of the Economics of Business* 6(1999) p 41 ss., quien señala que esa visión a largo plazo puede ser especialmente valiosa en las empresas en las que no hay separación entre propiedad y control. Así, si el propietario tiene hijos y se preocupa por su bienestar y pretende dejarles la empresa cuando se retire, tiene incentivos para adoptar decisiones que maximicen el valor de la empresa y relata estudios sobre empresas agrícolas que probarían que “cuando la intensa competencia provoca que se maximice el beneficio presente a costa de esquilmar el suelo y consumir demasiada agua, las explotaciones agrarias familiares, que esperan que los hijos hereden el negocio familiar se preocupan más por el uso eficiente de la energía y por la conservación del medio ambiente que las explotaciones agrícolas que no pertenecen a una familia” y, “los miembros de la familia están más dispuestos a hacer sacrificios, a poner en común recursos o a realizar inversiones adicionales cuando aparece una crisis financiera” lo que reduciría, *ceteris paribus*, los costes de la deuda para las empresas familiares CHRISMAN/CHUA/LITZ, *Entrepreneurship Theory and Practice*, p 339; R. C. ANDERSON, S. A. MANSIB, D. M. REEBC, “Founding family ownership and the agency cost of debt”, *J. Fin. Econ.* 68(2003) pp 263-285, p 264 que realizan un estudio empírico que parece confirmar que los costes de la deuda son menores para las empresas familiares en relación con empresas no familiares y que la explicación para este menor coste de la deuda sería que las familias valoran más la supervivencia de la empresa en relación con la maximización de los beneficios que otros accionistas por lo que se reduce el conflicto entre accionistas y acreedores propio de cualquier sociedad con responsabilidad limitada.

²¹ V., JAMES, *Int. J. Econ. Bus* 6(1999), punto 5.2 quien señala que los problemas de las empresas familiares para obtener estas ventajas del largo plazo están en las dificultades para ordenar la sucesión (fiscales, incompetencia o desinterés de los herederos), nepotismo por parte del pater familias, conflictos entre los miembros de la familia o aceptación de estrategias ineficientes simplemente para evitar el conflicto por las gravísimas consecuencias que el estallido del conflicto tiene para la empresa y para las relaciones familiares.

compañía) o a través de las decisiones sobre el reparto de dividendos que se adaptan a las necesidades financieras de los miembros de la familia que pueden no coincidir con la de los accionistas dispersos ni con las mejores oportunidades de inversión de la empresa. En definitiva, ejercer su capacidad de control sobre los administradores para orientar la actuación de éstos en beneficio de la familia y no de la empresa²². Si la familia es la única titular de la empresa (no hay socios minoritarios externos) la actuación en beneficio de la familia puede disminuir el rendimiento económico de la empresa familiar pero no se generan costes de agencia porque las actuaciones de los gestores responden a los deseos de los dueños. Veamos algunos de estos costes más detalladamente.

Dentro de este grupo de incentivos, el control de la empresa produce a la familia las "*amenidades del control*", esto es, beneficios privados derivados de controlar la empresa pero que no se traducen en costes para ésta. Por ejemplo, una familia determinada puede atribuir un gran valor al hecho de ser el titular de la mayoría del capital del periódico más influyente de una región por lo que supone de prestigio e influencia social. Si estos beneficios son muy elevados, cabe esperar que las familias sólo se desprendan del control de la empresa cuando no les quede más remedio.

En segundo lugar, la familia que controla la sociedad tienen sus inversiones *concentradas* en la empresa, por lo que no disfrutan de las ventajas de la diversificación que sí está al alcance de los accionistas bursátiles. Esta concentración de riesgos hace a la familia reacia a endeudar a la empresa y a la empresa reacia a emprender proyectos de inversión – rentables pero – arriesgados. Por otro lado, sin embargo, cuando los mercados de capitales son incipientes o imperfectos, la familia – en sentido amplio – es la fuente de financiación más obvia ya que los lazos familiares reducen los costes del crédito en forma de garantías implícitas de cumplimiento por parte del prestatario.

En tercer lugar, es más difícil de adquirir una compañía controlada por una familia que una compañía con una estructura de propiedad distinta y es más difícil cambiar a los gestores – miembros de la familia – aunque la empresa vaya mal y el cambio sea conveniente. En este último sentido, las familias pueden elegir mal a los administradores si limitan el círculo de los posibles gestores a los miembros de la familia en lugar de contratar a un tercero ajeno para tal puesto; los administradores-miembros de la familia tienden a atender en menor medida los intereses de los accionistas no miembros de la familia y los ejecutivos que no son miembros de la familia tienen menos incentivos para trabajar duro para la empresa si consideran que el hecho de no ser miembros de la familia les impide desarrollar su carrera plenamente. Cabe suponer, pues, que si el ordenamiento jurídico proporciona una adecuada protección a los

²² V., indicaciones en W. SCHULZE/M. H. LUBATKIN/R. N. DINO, "Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion Among the Directors of Private Family Firms", *Academy of Management Journal* 46(2003) pp 179 ss. pp 1801-181. Al margen de estas dos variables, que las empresas permanezcan bajo el control familiar con entrada de inversores externos depende crucialmente de lo protegidos que estén estos inversores externos por el Derecho de sociedades y del mercado de valores de ese país, BURKART/PANUNZI/SHLEIFER, *J. Fin.* 58(2003) p 2168-2169 . Los problemas se exacerban en el caso de los grupos de sociedades de carácter piramidal controlados por familias v., MORCK/YEUNG, *Special Issues*.

accionistas minoritarios, las ventajas del control familiar se reducen a favor de formas de propiedad dispersa entre muchos accionistas de sociedades que cotizan en Bolsa. La empresa originalmente familiar se transforma en una sociedad que cotiza en Bolsa y que es gestionada por *managers* profesionales. Si la protección de los accionistas dispersos es inferior, una solución a los problemas de control del *manager* profesional es la existencia de un accionista de control que, como tiene muchos intereses en la compañía, tiene también los incentivos para controlar al *manager*. Se reducen así los costes de agencia entre el *manager* y los accionistas pero permanece el conflicto entre el accionista de control – la familia – y los accionistas dispersos. Si la protección de los accionistas dispersos es inexistente, la propiedad y la gestión permanecen concentradas en la familia.

Además, las empresas familiares sufren los problemas *de contratación* semejantes a los que sufren las sociedades cotizadas de capital concentrado en las que existe un grupo de accionistas significativos. Si los intereses entre los miembros de la familia no son homogéneos (porque algunos de los miembros de la familia no participen en la gestión y otros sí, de manera que la empresa familiar es fuente de ingresos para ambos grupos pero de forma distinta – dividendos para unos y dividendo y salarios para otros), el conflicto de intereses puede explotar fácilmente y, dado que no hay un mercado líquido que facilite la salida de los parientes disconformes, las pérdidas de valor de la empresa pueden ser grandes. Costes que se agravan por el hecho de que la salida de la empresa familiar de un determinado pariente, significa también la ruptura de los lazos familiares con lo que el “coste” de salir se eleva²³.

El *altruismo* referido no es sólo una fuente de reducción de los costes de agencia sino que genera ineficiencias en la gestión. Así, se ha sugerido que el altruismo de los padres les puede conducir a ser generosos con sus hijos incluso cuando éstos son incompetentes para el trabajo empresarial y provocan pérdidas; que los padres tenderán a “cerrar los ojos” ante los fallos de los hijos y, por tanto, a no poner en marcha las medidas para corregir los errores. Un coste de agencia, pues, peculiar de las empresas familiares es el de la “incompetencia honrada”²⁴.

Jurídicamente, la existencia de relaciones de parentesco entre los titulares de la empresa (los accionistas o socios) es relevante en la aplicación de las normas de Derecho de familia y sucesiones y, sobre todo, en el ámbito fiscal. En lo que se refiere al Derecho de sociedades, su elevado grado de abstracción hace innecesaria una regulación específica para las sociedades familiares. Basta con las reglas generales y el uso de las posibilidades que

²³ V., F. W. KELLERMANN/K. A. EDDLESTON, “Feuding Families: When Conflict Does a Family Firm Good”, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2004, p 209 ss., p 210 quienes señalan que el conflicto tiene aspectos positivos si reflejan la existencia de puntos de vista distintos sobre las tareas, fines y estrategias ya que puede mejorar los resultados de las decisiones. Son peores los conflictos sobre procedimientos y pésimos los conflictos relacionales, esto es, desconfianza o rencor, que son los originados por las cuestiones de distribución de los beneficios.

²⁴ CHRISMAN/CHUA/LITZ, *Entrepreneurship Theory and Practice*, p 338 ss. con indicaciones de otros estudios

ofrece la autonomía contractual (pactos estatutarios o parasociales que recojan lo que se denominan protocolos familiares)²⁵.

“Morck and Yeung (2003) argue that family pyramids are preferable trading partners for corrupt politicians. Family firms are more likely to return past favors because of a longer continuity of management. Control pyramids allow a higher level of discretion, for favors done for one firm can be returned by another. Since only a few families typically run the control pyramids that include most important firms in most countries, politicians need maintain relationships with only a few patriarchs. In addition, families controlling pyramids have ready sources of payments for politicians in lower tier pyramid firms. At the same time, families can “tunnel” the reciprocal favors paid to any pyramid firm to the apex firm”²⁶. En general, los lazos familiares sustituyen la falta de funcionamiento efectivo de las instituciones jurídicas proporcionando garantías, por ejemplo, a los terceros de que los contratos con las empresas del grupo familiar serán cumplidos de ahí la importancia de los grupos familiares de empresas en los países subdesarrollados: When courts, regulators, and the state are entirely corrupt, bestowing any governance power on an outsider is an invitation to theft. Professional managers are acceptable only if they join the family through marriages, as was common in Pre-War Japan.

6. Las empresas sin ánimo de lucro subjetivo. Existen muchas empresas *sin ánimo de lucro subjetivo*, esto es, que están organizadas de forma que los excedentes que obtienen con su actividad no se reparten entre las personas que controlan la empresa sean socios o trabajadores²⁷. En estas empresas no hay, pues, *propietarios* en el sentido de titulares residuales de los rendimientos de la empresa. El primer conjunto de empresas de este tipo son las controladas por personas jurídicas con forma de *fundaciones*. Algunas empresas que tienen forma de sociedades tienen como accionista mayoritario o de control a una fundación. El Corte Inglés y la Fundación Ramón Areces es el ejemplo más sobresaliente en nuestro país. Su creación responde normalmente al siguiente esquema: el propietario único o mayoritario de las acciones de una sociedad crea una fundación que, a su muerte, recibe el paquete de control accionarial y que obtiene dividendos de la compañía controlada, dividendos que dedica a actividades benéficas. Estas son las *fundaciones titulares o propietarias de empresas*. Además, existen las llamadas *fundaciones con objeto empresarial* en las que la actividad empresarial es desarrollada por la propia fundación. Por ejemplo, el Consejo General del Notariado crea una Fundación Cultural cuyo objeto social es la publicación de libros jurídicos. Se trata, en este caso, de una fundación cuyo objeto corporativo es la actividad editorial.

Una fundación es un patrimonio destinado a un fin de interés general y, por tanto, un patrimonio que no “pertenece” a nadie y que, en caso de

²⁵ Sobre estos problemas, detalladamente y con indicaciones v., F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, “Sociedad de responsabilidad limitada y empresa familiar (Notas sobre una reforma de la LSRL) *RdS* 2003, p 15 ss.

²⁶ MORCK/YEUNG, *Special Issues*, p 10

²⁷ “The nondistribution constraint is the defining element of non-profits”. E. L. GLAESER, « The Governance of non-for-profit Firms » *NBER working paper* n° 8921 , mayo 2002, disponible en Julio de 2004 en <http://www.nber.org/papers/w8921>

extinción, deben destinarse a otras fundaciones que persigan fines semejantes a los de la extinguida (v., arts. 2º, 3º y 33 LF).

Las fundaciones, como titulares de empresas, son difíciles de entender porque (i) tienen concentrado su riesgo en la empresa de la que son titulares (ii) no tienen dueños con incentivos para maximizar los beneficios; (iii) los gestores soportan un nivel menor de control ya que no están controlados por el mercado de capitales y (iv) no disfrutan de las ventajas de acceder al mercado de capitales para financiarse en la misma medida que una sociedad anónima²⁸.

Cuestión distinta – y no tan difícil de explicar – es por qué alguien dona o lega las acciones de su empresa a una fundación. Su mayor presencia en los países del norte de Europa puede explicarse porque en estos países, la presión fiscal es muy elevada, especialmente en lo que se refería a las tributaciones de las sucesiones y donaciones y de las plusvalías. De forma que el *pater familias* que pretende conservar el control de la empresa en manos de la familia podía evitar pagar impuestos donando las acciones a una fundación en lugar de a sus herederos. Además, en función del Derecho de fundaciones vigente en cada país, los herederos pueden disfrutar de las ventajas asociadas a dichas acciones aunque el fin fundacional sea benéfico. Por último, donando las acciones a una fundación, el *pater familias* evita la división del control entre las sucesivas generaciones familiares, división “natural” en Europa cuando el Derecho de sucesiones obliga a repartir el patrimonio del *pater familias* de forma igualitaria entre los descendientes.

La existencia de sectores enteros de la economía en manos de empresas sin ánimo de lucro se ha explicado como la respuesta a un *fallo de mercado*²⁹. Si una empresa se financia con donaciones (p. ej., las Universidades en algunos países) y los donantes no pueden controlar gratuitamente a los gestores de la empresa, la ausencia de ánimo de lucro proporciona cierta seguridad de que las donaciones no acabarán en los bolsillos de los que controlan la empresa destinataria de las donaciones. En general, cuando el comprador no puede conocer la calidad del producto o servicio que compra y teme que la empresa productora le “explote” en forma de precios altos o calidad baja, el carácter no lucrativo de la empresa constituye una especie de “promesa” o compromiso de calidad³⁰. En efecto, una empresa sin ánimo de lucro subjetivo tiene menos

²⁸ V., S. THOMSEN, “Corporate Ownership by Industrial Foundations” *Eur. J. L. & Econ.* 7(1999) pp 117-136; S. THOMSEN/C. ROSE, “Foundation Ownership and Financial Performance Do Companies Need Owners?”, *working paper, Bus. School Copenhagen*, 2002.

²⁹ Cuando estas organizaciones están financiadas con fondos públicos, no parece que las razones que justifican su existencia sean igualmente aplicables v., S. ROSE-ACKERMAN, “Altruism, Nonprofits and Economic Theory”, *J. Econ Lit.* 34(1996) pp 701-728, p 717

³⁰ V., ROSE-ACKERMAN, *J. Econ Lit.* 34(1996) p 716 con más indicaciones; v., también THOMSEN, *Eur. J. L. & Econ.* 7(1999) p 127. A menudo, una solución igualmente eficiente a la de la forma fundacional es la constitución de una “mutua débil”, es decir, una organización esto es, atribuyendo la gestión y el control a los gerentes que manejan la compañía no persiguiendo el interés del fundador sino “en interés” de los clientes. Esta actuación en interés de los clientes es lo que hace que hablemos de mutualismo. Sin embargo, si los clientes son un conjunto lo suficientemente grande y disperso y su interés en la compañía lo suficientemente reducido, el control de los gestores por parte de los clientes resulta poco eficaz y la especificación de los

incentivos para reducir los costes de producción a costa de la calidad de los productos que vende que una sociedad con ánimo de lucro ya que los que controlan la empresa no pueden apropiarse de tales beneficios. Así, es frecuente que los servicios médicos o la educación o el cuidado de los ancianos sean actividades realizadas por empresas sin ánimo de lucro³¹. El control de la calidad del producto o servicio es muy costoso en unos casos porque se trata de “bienes de fe”, cuya evaluación por los consumidores es muy costosa (es muy difícil saber si un pleito se ha perdido porque el abogado era un incompetente o porque se tenía que perder) y en otros porque el que contrata y el que recibe el servicio no son la misma persona (los padres, en el primer caso, que no están presentes cuando su hijo está en la guardería y los hijos en el segundo caso que no pueden saber a bajo coste el trato efectivamente dado a sus padres)³². Cabe esperar, pues, la presencia de empresas sin ánimo de lucro en el *sector servicios* más que en el de la producción de bienes de consumo. La razón se encuentra en que, *ceteris paribus*, la calidad de los servicios es más difícil de controlar por el que los recibe que la calidad de los productos porque los servicios consisten normalmente en *comportamientos* de personas y en éstos es más costoso asegurar que las personas trabajan duro y verificar que se han obtenido los resultados esperados o que su no obtención ha sido debida al incumplimiento por parte del deudor y no a otras razones.

Por otro lado, si muchas de las empresas no lucrativas son fundadas por gente con motivos ideológicos para hacerlo, cabe esperar que tales fundadores “traten de contratar gestores y empleados que compartan su visión del mundo y como estos empleados desean que los servicios que proporcionan al público reflejen tales valores, el coste de vigilar su conducta ha de ser menor” y, al igual que sucede con los clientes o donantes, “la falta de propietarios es una señal para los empleados de que su altruismo no está sirviendo para enriquecer a otros” En definitiva, es más fácil para una empresa no lucrativa atraer a empleados dispuestos a trabajar duro³³.

Una opción alternativa es, naturalmente, la provisión pública de los servicios como sucede en Europa con la asistencia sanitaria. Los hospitales públicos son empresas *non profit* en las que es el sector público el que tiene atribuido el control y la propiedad residual. Si el Estado se limita a *financiar* la asistencia sanitaria, las empresas que presten los servicios serán empresas con ánimo de lucro porque aunque los clientes sigan sufriendo elevados costes de información respecto de la calidad del producto o servicio que reciben, el Estado puede actuar como controlador de tal calidad en beneficio de los

derechos de propiedad de los clientes muy difícil. De ahí su organización en forma semejante a una fundación cuyo fin es beneficiar a los clientes

³¹ E. L. GLAESER/A. SHLEIFER, “Not-for-Profit Entrepreneurs” *NBER working paper* www.nber.org/papers/w6810; donde se cuenta algún estudio que explica que las empresas con ánimo de lucro que regentan residencias de ancianos gastan más en sedantes que las que no tienen ánimo de lucro (la utilización de sedantes es una forma barata de mantener quietos y callados a los ancianos; HANSMANN, *Ownership*, p 235.

³² HANSMANN, *Ownership*, p 229 quien añade los casos de ONGs en las que los que realizan las aportaciones – los benefactores – y los que reciben los “productos y servicios” de la compañía – los necesitados – no son los mismos.

³³ ROSE-ACKERMAN, *J. Econ Lit.* 34(1996) p 719

pacientes ya que no sufre los elevados costes de control que sufren los pacientes dispersos o los depositantes dispersos de una entidad bancaria y, por tanto, tiene los incentivos y la información para llevar a cabo de manera eficaz tal control.

Las empresas no lucrativas pueden organizarse internamente para reducir tales costes de agencia, es decir, para aumentar la confianza de los donantes en que sus donaciones se destinarán a los fines previstos y no acabarán en los bolsillos de los gestores. Así, por ejemplo, invirtiendo las donaciones recibidas por la organización en activos que no generen flujos de caja significativos que puedan ser desviados por los administradores o solicitando donaciones para proyectos concretos que, como se gastan, son más difíciles de desviar a otros fines. El tamaño de la empresa y el número de donantes afecta igualmente a la elección del tipo de organización más eficiente. Si una empresa no lucrativa está financiada por un número pequeño de donantes, éstos participarán en la gestión porque formarán parte del patronato de la fundación o de la Junta Directiva de la asociación de que se trate. Por tanto, el control está asegurado y los costes de agencia son bajos. Cuando se trata de grandes organizaciones, la posición de los donantes se parece a la de los pequeños accionistas ya que su aportación al fin común es tan pequeña que no tienen incentivos para asegurarse del buen gobierno de la organización a lo que hay que añadir que, probablemente, sus intereses no son tan homogéneos como los de los accionistas de una sociedad anónima y, por tanto, que los conflictos pueden multiplicarse. De ahí, que los donantes no tengan, normalmente, derecho a participar en la gestión o supervisión de la gestión de los *insiders* de una empresa no lucrativa³⁴.

La otra ventaja contractual de las empresas sin ánimo de lucro subjetivo la comparten con las empresas familiares y es que pueden contraer *compromisos a largo plazo*. La razón se encuentra en que el capital invertido en esas compañías no se desplaza fácilmente a nuevas asignaciones si desciende su rentabilidad, precisamente, porque no hay a quién entregárselo (los financiadores externos) para que lo cambien de uso. Sus fuentes de financiación – como señala Hansmann – son menos flexibles que el recurso a la financiación vía capital, de forma que cuando la demanda de los servicios que presta la empresa no lucrativa crece rápidamente y se enfrenta a la competencia de otras empresas con ánimo de lucro, éstas últimas reaccionan más rápidamente y aumentan su cuota de mercado. Por el contrario, cuando la demanda de los servicios que presta la empresa no lucrativa disminuye y es débil, la más lenta reacción de la empresa no lucrativa se traduce en que se mantiene en el mercado siempre que no obtenga pérdidas, tendencia reforzada por los incentivos de los *managers* de la empresa sin ánimo de lucro cuyos ingresos dependen completamente de que la empresa que gestionan siga en actividad³⁵. Este compromiso por el largo plazo tiene ventajas competitivas para

³⁴ TRIANTIS, *Harvard L. Rev.*, 117(2004) p 1146 ss., p 1147: el voto es un método pobre de agregar preferencias cuando los intereses de los votantes son heterogéneas

³⁵ HANSMANN, *Ownership*, p 240-241 que concluye que, consecuentemente, las fuerzas del mercado “tardan” mucho más en expulsar del mismo a una empresa sin ánimo de lucro porque no le pueden retirar los recursos con la misma rapidez con la que lo hacen a una empresa con ánimo de lucro: “capital tends to get locked into nonprofit firms”. El mayor poder relativo de los

las empresas, como vimos al hablar de las empresas familiares. Por ejemplo, sus trabajadores estarán más dispuestos a realizar inversiones en capital específico (en aprender cosas que sólo valen mientras permanezcan en esa empresa y que no pueden trasladar a otras) si saben que la empresa "está ahí para quedarse". Los clientes, cuando el producto o servicio se presta a largo plazo se "fiarán" más de una empresa controlada por una fundación ya que no desaparecerá en un período corto de tiempo, haciendo menos costosa la contratación a largo plazo y los potenciales donantes estarán más dispuestos a serlo si pueden confiar en que lo donado no será apropiado por terceros. Los competidores potenciales se lo pensarán más antes de entrar en un mercado en el que está presente una empresa que no abandonará el mercado fácilmente...³⁶. Esta tendencia al "largo plazo" tiene que ver mucho con las fuentes de financiación de las empresas sin ánimo de lucro. Por definición, carecen de capital y han de recurrir, para financiarse a las donaciones, a la deuda y a reinvertir las ganancias que obtengan con su actividad. A lo anterior se añade, lógicamente, que una compañía dominada por una fundación se ahorra todos los costes de gestión de la propiedad, esto es, de atribución, distribución etc de los rendimientos entre los propietarios.

Como puede suponerse, los problemas de gobierno de las empresas sin ánimo de lucro se concentran en la ausencia de *monitoring* por parte de quienes tienen más incentivos para ejercitar tal control, precisamente, los titulares residuales de los rendimientos de la compañía. En los estudios empíricos se trata de resolver cuestiones como la de si las empresas sin ánimo de lucro son menos eficientes que las que actúan con ánimo de lucro o si tienen ventajas competitivas asociadas a sectores de productos o servicios determinados. Si la tesis del *fallo de mercado* es acertada, la corrección del mismo por la evolución del mercado (o por una innovación o cambios exógenos) debería conducir a la decadencia de las empresas no lucrativas. Veremos que es lo que ha ocurrido, en buena medida, con las mutuas en sectores como el bancario y el de los seguros de vida.

7. Empresas cooperativas. Lo más normal es que los dueños de la empresa sean *titulares de los factores de producción*. Cuando los titulares residuales-empresarios-"propietarios" son los trabajadores (los que aportan el factor trabajo) o los que aportan a la empresa lo que necesita para producir los bienes y servicios que ofrecerá al mercado decimos que la empresa es una *cooperativa de trabajo asociado*. Las cooperativas de productores se

trabajadores de las empresas sin ánimo de lucro en la toma de decisiones respecto a las empresas con ánimo de lucro ha permitido predecir y demostrar que los cierres de empresas cuando se produce una caída de la demanda son menores entre las primeras que entre las segundas v., indicaciones en GLAESER, *Governance*, p 46 citando un estudio de Hansmann, Kessler and McClellan sobre los hospitales en EE.UU, estudio que indica igualmente que los hospitales religiosos responden más rápidamente a las indicaciones del mercado y cierran antes que los no religiosos porque los religiosos están controlados, en último extremo por las autoridades eclesiásticas que no pierden su trabajo si el hospital cierra, mientras que sí lo pierden los que trabajan y dirigen el hospital no religioso.

³⁶ THOMSEN, *Eur. J. L. & Econ.* 7 (1999) p 128-130 donde proporciona algunos datos que indican que ésta puede ser la fuente principal de ventajas competitivas de las fundaciones-empresas.

encuentran, sobre todo, en la *agricultura*. Las cooperativas de trabajadores (*cooperativa de trabajo asociado*) tienen un peso mayor en la economía de nuestro país. Algunas cooperativas han alcanzado un tamaño muy grande (Grupo Mondragón). Convertir en titulares residuales a los trabajadores es una forma eficiente de organizar una empresa en casi todos los aspectos. Es por eso que la gran mayoría de las pequeñas y medianas empresas, aunque no estén organizadas jurídicamente como cooperativas, son empresas cuyos dueños son, a la vez, sus trabajadores. Sin embargo, las grandes empresas titularidad de sus trabajadores son muy pocas. Las razones fundamentales son dos: la dificultad para diversificar riesgos³⁷ y las dificultades de gobierno corporativo.

Contra lo que podría imaginarse, los trabajadores no tienen dificultad para conseguir financiación externa (préstamos) para adquirir activos que necesitan para la producción si éstos son fungibles (por ejemplo, maquinaria agrícola para una cooperativa de productores; camiones en una cooperativa de transportes). La razón es sencilla: los bienes adquiridos son una buena garantía para el acreedor que puede venderlos para recuperar su préstamo si la empresa va mal. Las dificultades aparecen cuando se trata de financiar la adquisición de activos específicos (esto es, que no sirven bien como garantía porque fuera de la empresa valen menos) porque, en tal caso, la prestación de garantías personales por los trabajadores implicaría una alta concentración de riesgos.

De estos dos, el más severo es el problema de *gobierno de la empresa* como consecuencia de las discrepancias de intereses de los distintos trabajadores-dueños. Las empresas cuyos dueños son los trabajadores son más eficientes en el control de los gerentes o *managers* pero lo son menos en la toma de *decisiones* porque, como hemos señalado, los intereses de los accionistas de una sociedad son muy homogéneos (todos quieren maximizar el valor de la empresa social y repartirse a prorrata los beneficios) mientras que los intereses de los trabajadores-dueños pueden ser heterogéneos. Es por eso que las cooperativas de trabajo son frecuentes, incluso entre grandes empresas, cuando el trabajo que realizan sus empleados es homogéneo de manera que todos ganan lo mismo o prácticamente lo mismo (cooperativas de transporte, por ejemplo). Cuando los trabajadores dentro de una empresa tienen intereses distintos, porque realizan trabajos diferenciados y para los que se requiere diferente grado de preparación o de cualidades, las probabilidades de conflicto se multiplican³⁸.

Cuando los trabajadores participan, sin llegar a controlarlos, en los órganos de dirección y gestión de la empresa, como ocurre en Alemania con las empresas –sociedades anónimas– sometidas al régimen de “cogestión” o en las Cajas de Ahorro españolas, el resultado es que esas empresas suelen tener un exceso de personal en comparación con sus rivales en el mercado y, sobre todo, reducen los incentivos de los inversores para iniciar nuevos proyectos en el

³⁷ HANSMANN, *Ownership*, p 75.

³⁸ V., O. HART/J. MOORE, “Cooperatives vs. Outside Ownership”, *NBER working paper* n° 6421, 1998, disponible en www.ssrn.com en enero de 2005

seno de la empresa ante el temor de que los beneficios correspondientes les sean expropiados por los trabajadores en la medida en que es más costoso reducir la plantilla en tales empresas, aunque haya una reducción en la demanda a la que se enfrenta la misma. Se entiende así que la participación de los trabajadores en los órganos directivos no sea producto de la libertad de decisión de las empresas sino de la imposición por el legislador³⁹.

La atribución de la propiedad a los “trabajadores” de una empresa no exige necesariamente que la forma de la sociedad correspondiente sea la de una mutua o una cooperativa. Cuando se desea que *no todos los trabajadores sean propietarios*, como sucede típicamente en las sociedades profesionales (consultoras, despachos de abogados, auditoras...), pero los propietarios son los que aportan el capital humano, la forma más adecuada es, normalmente, la *sociedad de personas* (sociedad civil o sociedad colectiva). La idea es que, a través de esta forma societaria, los propietarios actuales *se aseguran la calidad de los empleados* cuando ésta resulta el parámetro fundamental de competencia en mercados como los jurídicos o de consultoría donde lo que se prestan son servicios de carácter intelectual. La intuición es que si los miembros de una sociedad profesional – los socios – han de admitir a alguien más que comparta los beneficios con ellos (rasgo típico de la sociedad de personas v..., art. 1665 CC), elegirán a alguien susceptible de aportar una cuantía de beneficios superior a la media (porque, en otro caso, la tarta habrá que repartirla entre más gente sin que haya crecido lo suficiente para que la porción individual sea igual o mayor que antes de la entrada de ese socio). Consecuentemente, están incentivados para admitir sólo nuevos socios “de calidad” lo que se traduce en una mayor calidad del producto o servicio ofertado al mercado. Esto es importante en mercados, como los de los servicios profesionales, en los que los clientes no pueden valorar con exactitud la calidad de lo que se le ofrece (y los consocios son los que mejor pueden valorar la calidad del trabajo de sus colegas), por lo que las empresas podrían aprovecharse de esta falta de “control” por parte de los consumidores para ofrecer una rebaja en la calidad del producto o servicio. Pero si la empresa que presta esos servicios es una sociedad de personas, los incentivos descritos más arriba llevan a que la reducción de la calidad sea menor que en el caso de que los servicios sean prestados por una sociedad anónima⁴⁰.

³⁹ W. R. EMMONDS/F. A. SCHMID, “Corporate Governance, Entrenched Labor and Economic Growth”, Working Paper 2001-023A <http://research.stlouisfed.org/wp/2001/2001-023.pdf> , disponible en noviembre de 2003. En el caso de las Cajas de Ahorro, - en cuyos órganos de gobierno tienen participación los trabajadores - los estudios que las comparan con los bancos concluyen de forma semejante.

⁴⁰ J. LEVIN/S. TADELIS, “Profit Sharing and the Role of Professional Partnerships”, *working paper*, Stanford U., 2004, disponible en diciembre 2004 en www.ssrn.com: las empresas de servicios profesionales tienen dificultades, por esta razón, para obtener capital en el mercado ya que el conflicto de intereses entre los *partners* y los accionistas es obvio (los primeros quieren maximizar los beneficios por *partner* mientras que los segundos quieren maximizar los beneficios totales, expandiendo la empresa, si hace falta a costa de reducir la calidad. También se explica en estos términos la práctica usual en las sociedades profesionales de carrera que se inicia con un sueldo muy bajo y que termina convirtiendo en socio a los más brillantes (*up or out system*): “an up-or-out promotion scheme can be an integral part of a partnership’s commitment to guaranteeing the high quality of long-term employees. Because current partners

8. Las mutuas. Existen muchas empresas en las que el titular residual es el cliente, esto es, empresas *mutuas* o cooperativas de consumo o vivienda⁴¹. Los beneficios que se obtengan se destinan a reducir el precio que los clientes pagan por el producto que les suministra la empresa de la que son "propietarios". Las mutuas surgen para resolver un problema de contratación severo, esto es, surgen como una forma de defensa de los consumidores de un determinado bien o servicio cuando su provisión por empresas capitalistas lleva consigo un elevado riesgo de expropiación.

En cierto sentido, una empresa mutualista es la respuesta simétrica del mercado a un monopolio de oferta. Si hay un monopolista en un mercado, los consumidores sometidos a él podrían ponerse de acuerdo y "comprar" al monopolista eliminando así la expropiación y las ineficiencias asociadas al monopolio. Si eso no ocurre es porque los costes de todos los consumidores del producto monopolizado para ponerse de acuerdo y comprar son muy elevados (todos los consumidores individualmente preferirán que sean otros los que acaben con el monopolio para aprovecharse de su fin pero sin contribuir a la labor *free riding*)⁴². De este modo, una mutua de los habitantes de una ciudad para proveerse de servicios de luz, agua o teléfono o de servicios bancarios puede explicarse como un caso en el que dichos costes no han sido tan elevados como para impedir el acuerdo. Obsérvese que la mutua es la forma natural de organización en estos casos porque la posición de cada uno de los miembros es una y única: la de cliente del "monopolista".

will promote only the best associates to a full partner share, those that are not of extremely high quality will be let go even if they might make a positive contribution to the firm's total profits. To the extent that partnerships can retain senior employees without promoting them to partner, some of the commitment to quality is lost. At the same time, if partnerships do less profit redistribution (e.g. move toward more productivity-based compensation), the title of partner becomes less meaningful and the up-or-out system becomes less important"

⁴¹ V., para lo que sigue, específicamente, D. MAYERS/C. J. SMITH jr. "Contractual Provisions, Organizational Structure and Conflict Control in Insurance Markets", *J. Bus.* 54(1981) pp 407-434 (*non vid*); v., J.D. CUMMINS/M. A. WEISS/H. ZI, "organizational Form and Efficiency: An Analysis of Stock and Mutual Property-Liability Insurers", working paper 97-02, *Wharton School*, 1997, disponible en www.ssrn.com en octubre de 2003 y para las entidades de crédito y depósito M. Desrochers/K. P. Fischer "Corporate Governance and Depository Institutions Failure : the Case of an Emerging Market Economy" *Working Paper* 02-01b CIRPEE, julio 2002, p 5 ss.

⁴² Para esta perspectiva "bilateral" del monopolio v., R. MCKENZIE, "Monopoly, A Play Economists like to Play – Badly!" *Southern Econ. J.* 70(2004), pp 715-730, p 718, "*Few economists seem to realize that the monopoly problem could just as easily be laid squarely in the lap of consumers who, because of the very existence of the deadweight loss, should – in a world of perfect information and zero organizational costs – be able to buy off the monopolist and get the competitive output level. The consumers' problem, however, is that they can't effect a buy-off because of their organizational costs, which are made prohibitive by the rampant free-rider problem*", con lo que puede decirse que el problema de la ineficiencia del monopolio se debe tanto a que el monopolista controla la oferta como a que los consumidores sufren costes organizativos que les impiden hacerse con el control de la demanda del mercado. Vista así la cuestión se comprende que hay más soluciones al monopolio que la división de la empresa y el control de su comportamiento y que estas otras soluciones son "de mercado" y, por tanto, hay razones para pensar que los monopolios restantes son más eficientes de lo que se ha pensado tradicionalmente.

Como se ve, las mutuas surgen por razones parecidas a las empresas sin ánimo de lucro⁴³. A continuación se examinarán qué costes de contratación hacen que los clientes prefieran convertirse en propietarios de la empresa en lugar de adquirir el bien o servicio en el mercado. En términos de costes de gobernar la organización, la ventaja de la mutua respecto de la sociedad anónima es que *elimina el conflicto entre accionistas y clientes* que son, a menudo, los principales acreedores de la empresa unificando estas dos posiciones en las personas de los mutualistas.

En efecto, un mutualista es, a la vez, titular residual de los rendimientos de los activos sociales y principal acreedor de la organización ya que es el destinatario del producto o servicio mutualizados. Puede barruntarse, pues, que la mutua tiene ventajas competitivas como organización cuando los conflictos entre titulares residuales y acreedores principales sean especialmente intensos. Así sucede, por ejemplo, en el caso de las entidades de depósito y crédito en las que existe un conflicto entre los accionistas y los depositantes. Los primeros desearán un nivel de riesgo en el manejo de los activos sociales muy superior al que desearían los depositantes por la razón obvia, entre otras, de que los beneficios de la asunción de un mayor nivel de riesgo van a parar a los accionistas mientras que los costes – en forma de una mayor probabilidad de quiebra de la institución – lo sufren los depositantes o, en su caso, el Fondo de Garantía de Depósitos.

Así las cosas, es probable que asistamos a empresas organizadas en forma de mutua (i) *en sectores de oferta monopolística* y, en general, (ii) en sectores donde el conflicto entre accionistas y acreedores sea muy intenso.

⁴³ HANSMANN, *Ownership*, p 244-245; v., respecto de los mercados bursátiles, que son empresas típicamente mutualistas en las que los miembros del mercado, esto es, los que realizan las transacciones en él y utilizan sus servicios por cuenta de los inversores son también los propietarios, las explicaciones de C. PIRRONG, "A Theory of Financial Exchange Organization", *J. L. & Econ.* 43(2000) p 437 ss, p 442 que justifica el carácter mutualista de estas empresas en los riesgos de expropiación de los miembros del mercado por los propietarios de éste v., también el caso de *VISA* o *Mastercard* que comenzaron siendo empresas propiedad de un banco (el *Bank of America* en el primer caso) que licenciaba el uso de la marca a otros bancos y que se transformaron en mutuas en las que los mutualistas son los bancos que emiten tarjetas con la marca y donde la mutua presta servicios de estandarización a todos los emisores de tarjetas; los servicios de noticias de prensa v., P. REY/J. TIROLE, "Alignment of Interests and the Governance of Joint Ventures", *working paper*, 2001, disponible en www.idei.fr en diciembre de 2004 p 7, p 25: "Vertical integration (undivided control) generates efficient monitoring of the input supply process as well as biased decision making. In contrast, a joint venture, by requiring Pareto-improving decisions, yields unbiased yet costly decision making...In a joint venture, there is little point writing a detailed contract that protects the partners by reducing potential externalities and specifies covenants restricting the set of possible actions. Partners are already protected by their control rights ; and such contractual features, which are pervasive under undivided control, only serve to reduce incentives without improving efficiency. Joint ventures may also want to shut down the partners' otherwise desirable outside opportunities in order to foster their commitment to the joint venture. Last, firms may put substantial weight on congruence in their search for potential joint venture partners, although some amount of dissonance can help ensure that they monitor each other".

Como explica Hansmann, si una empresa tiene poder de monopolio, de forma que puede explotar a sus clientes, éstos pueden defenderse organizándose como cooperativa de clientes. La razón es sencilla de explicar a la vista de cuanto llevamos dicho hasta aquí: cuando una empresa tiene posición de monopolio, el conflicto entre accionistas y clientes se resuelve en forma de explotación de los segundos por los primeros: la empresa monopolística maximiza sus ingresos cobrando un precio supracompetitivo a los clientes, de forma que éstos pueden defenderse a través del expediente de unificar la posición de cliente y la de accionista del monopolio. De esta forma los clientes retienen la renta monopolística que, por el mismo hecho de pasar a manos de los clientes, se disipa eliminando simultáneamente el problema del menor consumo que acarrea la monopolización de un bien⁴⁴.

No es de extrañar, pues, que la prestación de servicios como el teléfono o la electricidad se organizara en forma de mutua cuando eran actividades que se consideraran "monopolios naturales" o que cuando el Estado privatiza una actividad y le "encarga" a una empresa privada la gestión de un servicio esencial para un determinado sector, obligue a que en el accionariado de dicha sociedad participen todos los futuros clientes. Piénsese, por ejemplo, en la compañía dueña de los oleoductos o en las sociedades titulares de las bolsas⁴⁵. Si asistimos a la creación de empresas de carácter mutualista como respuesta un fallo de mercado – los clientes no pueden contratar con las mismas garantías la obtención de las prestaciones mutualizadas – cabe suponer que conforme los mercados se desarrollan en un determinado ámbito de las necesidades humanas, la aparición de nuevas empresas de carácter mutualista se reducirá a favor de empresas cuyos propietarios sean los que aportan el capital de riesgo, esto es, sociedades anónimas⁴⁶.

En la vida económica, las mutuas se han desarrollado especialmente en el *sector financiero*: seguros y banca. Así, los titulares residuales de la Mutua Madrileña Automovilista son sus mutualistas-clientes, de forma que los beneficios que la actividad aseguradora produzca se destinan a disminuir la prima anual que han de pagar como contrapartida a la cobertura del riesgo de accidente automovilístico. Sin embargo, son escasas las empresas de naturaleza mutualística en los restantes sectores económicos (las cooperativas de vivienda

⁴⁴ El fenómeno simétrico que se produce en las mutuas es el de la "inclusión ineficiente", es decir, si el precio que cobra la mutua por el producto es inferior al de mercado (al coste marginal) porque el precio que la mutua cobra a los mutualistas está "subvencionados" por el precio que la mutua cobra a los clientes – no mutualistas, algunos mutualistas no abandonarían la mutua a pesar de que valoran el producto mutualizado en menos de lo que cuesta su producción v., HART/MOORE, *Cooperatives*, p 4.

⁴⁵ V., C. DI NOIA, "Customer-controlled Firms : the Case of Stock-Exchanges", 2001, manuscrito disponible en www.ssrn.com en enero de 2002.

⁴⁶ V., para una explicación distinta, J. COOK/S. DEAKIN/A. HUGHES, "Mutuality and Corporate Governance: The Evolution of UK Building Societies following Deregulation" *working paper*, 2005, 2001, disponible en <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP205.pdf> 43 que lo plantean, no como un proceso « natural » sino producto de la regulación que ha facilitado la desmutualización siendo así que la remutualización apenas existe. V., no obstante, lo que se ha dicho sobre la menor flexibilidad de las mutuas para adaptarse a incrementos o disminución de la demanda de los servicios mutualizados y, en general, sobre los distintos tipos de *saving banks*, HANSMANN, *Ownership*, pp 246 ss.

son "negocios para una empresa determinada", esto es, se construyen las viviendas de los cooperativistas y, a continuación, se disuelve).

En el caso de los seguros, parece razonable tener en cuenta, además, los aspectos relativos al riesgo y a la iliquidez. Mientras en una compañía de seguros que sea una sociedad anónima, el riesgo se traslada –previa distribución – de los asegurados a los accionistas, que pueden diversificarlo en el mercado de capitales, en las mutuas, el riesgo se distribuye entre los mutualistas pero no se traslada a terceros. Cabe esperar, pues, que las mutuas sean más escrupulosas en la selección de los riesgos que cubren (en la selección de los que admiten como mutualistas) que las sociedades anónimas de seguros. Además, el mutualista ha de ser compensado, en comparación con el accionista, por la iliquidez de su posición como propietario ya que no puede deshacerse de esta condición sin perder, simultáneamente la condición de asegurado.

Los bancos de carácter mutualista surgen con dos estructuras de propiedad: bancos de depósito y bancos de crédito. Los bancos *de depositantes*, esto es, aquellos que surgen – como las Cajas de Ahorro en nuestro país – para proporcionar a las clases más bajas una forma de invertir sus ahorros, no son auténticas mutuas en el sentido de que los depositantes carecen de verdaderos derechos de control y a los rendimientos residuales aunque son beneficiarios de la actividad del banco porque los excedentes de éstos debían destinarse a mejorar la retribución de sus depósitos. Por eso nos referimos a ellas como empresas mutualistas *débiles*. Así, como sucedió con las Cajas de Ahorro en España, los fondos de la caja procedían de los impositores y su gestión se encargaba a personas distintas que, normalmente, prestaban su labor gratuitamente pero sin atribuir derechos de voto y control a los impositores o haciéndolo en forma muy diluida (representantes de los impositores elegidos por sorteo) y sin prever específicamente formas de retribución a los depositantes más allá de los intereses que recibían por sus depósitos, superiores lógicamente a los que podrían obtener en el – inexistente – mercado de capitales; los depositantes no tenían derecho a recibir en dinero los excedentes acumulados por la Caja ni a recibir una cuota de liquidación en caso de que la caja fuera disuelta y extinguida ni a transmitir su posición en la Caja ni a transformar la Caja en una sociedad anónima en la que ocupar la posición de accionistas. Esta estructura de propiedad es eficiente para resolver un problema contractual muy severo existente en el siglo XIX y es el conflicto agudo existente entre depositantes y accionistas – propietarios de un banco. Los accionistas tienen incentivos para destinar los depósitos recibidos a estrategias arriesgadas de inversión que, si salen bien, les enriquecen y, si salen mal, se traducen en que los depositantes pierden sus depósitos y en el caso de los mercados incipientes donde no hay reputación, los accionistas tienen incentivos para saquear directamente el banco quedándose con los depósitos⁴⁷. La solución, pues, pasa por eliminar el conflicto eliminando la dualidad de posiciones: desaparecen los propietarios-accionistas (el banco no

⁴⁷ Este es el principal problema de los sistemas bancarios de los países subdesarrollados en la actualidad. Sobre lo que sigue v., además de HANSMANN, *Ownership*, pp 246 ss., E. RASMUSEN, "Mutual Banks and Stock Banks", *J. L. & Econ* 31(1988) p 395 ss; p 396.

es de nadie) y, según los casos, la empresa se convierte en una empresa sin ánimo de lucro subjetivo de forma que no hay nadie a quien repartir las ganancias de estrategias arriesgadas.

Los bancos mutualistas en sentido estricto (cuando los mutualistas son titulares residuales) surgen como instituciones de *crédito* para sus miembros. Los mutualistas participan en la gestión (un hombre, un voto) y tienen derecho a una cuota en caso de liquidación del banco⁴⁸. Resuelven el problema de la falta de oferta de préstamos para las clases bajas y surgen por la inexistencia en el mercado de oferta de créditos para la construcción de viviendas a las clases populares y por la inexistencia de crédito comercial a artesanos y pequeños empresarios⁴⁹. Una responsabilidad ilimitada por las deudas de la cooperativa de crédito de todos sus miembros y la intransmisibilidad de las acciones de las que cada miembro ostentaba una única favorecían extraordinariamente el conservadurismo en la gestión de la empresa común. Cada miembro – responsable de las deudas generadas por los otros miembros tenía todos los incentivos para ser muy exigente en la selección de nuevos miembros y en la supervisión de los créditos que se otorgaran a sus consocios de ahí que fuera trascendental que se compartiesen, entre los miembros, muchas características de modo que el control recíproco fuera poco costoso. No es extraño que, en la actualidad, los llamados “bancos de pobres” y el microcrédito en general que se ha desarrollado notablemente en algunos países subdesarrollados adopten una estructura semejante⁵⁰.

Lo que la mutua no elimina son los *conflictos de los mutualistas con los gestores* y los *conflictos de los mutualistas entre sí*. Cuando el número de mutualistas es mínimamente elevado, la gestión de la mutua se encarga a personas determinadas con lo que nacen los costes de agencia propios de cualquier organización en la que hay separación entre propiedad y control. La típica entidad mutualista está gobernada por un Consejo de Administración que se perpetua sustituyéndose sus miembros por cooptación por razones obvias. En sentido contrario, los miembros del consejo de administración de una mutua son, a menudo, independientes en el sentido de que no participan directamente en la gestión (no son ejecutivos) por lo que su reputación puede llevarles a defender de forma efectiva los intereses de los mutualistas⁵¹. En principio, los

⁴⁸ V., al respecto, COOK/DEAKIN/HUGHES, *Mutuality*.

⁴⁹ En Gran Bretaña son las llamadas *building societies* que tienen por objeto facilitar la construcción y adquisición de viviendas mediante créditos hipotecarios. En Alemania, los empresarios de un sector, carentes de bienes que pudieran servir como garantía se agrupan para “prestarse recíprocamente” confiando en que la pertenencia a un mismo “gremio” sirva como mecanismos de garantía del cumplimiento de los contratos recíprocos. V., para el caso alemán, W. R. EMMONS/W. MUELLER, “Conflict of Interest Between Borrowers and Lenders in Credit Cooperatives: The Case of German Co-operative Banks, *Working Paper* 1997-009A, disponible en <http://research.stlouisfed.org/wp/1997/97-009.pdf> p 5 ss.

⁵⁰ Los microcréditos se prestan a grupos lo que permite *el control recíproco de los deudores* v., J. MORDUCH, “The Microfinance Promise”, *J. Econ. Lit.* 37(1999) pp 1569-1614

⁵¹ Aún más, en la medida en que la condición de mutualista depende de la existencia de una relación contractual de cliente con la empresa, los administradores pueden deshacerse de mutualistas molestos, simplemente, resolviendo el contrato de forma que, salvo que exista una protección estatutaria al respecto, las posibilidades de que los mutualistas emprendan individualmente cualquier tipo de estrategia hostil al *management* son muy pequeñas RASMUSEN, *J. L. & Econ*, 31(1988) p 398

gestores tienen incentivos para ser muy conservadores en lo que a la asunción de riesgo por la mutua se refiere ya que si la mutua quiebra, los gestores pierden normalmente la totalidad de sus ingresos. Consecuentemente, y al igual que los administradores de sociedades anónimas abiertas, los gestores serán más aversos al riesgo que los propios mutualistas que pueden tener sus inversiones diversificadas de forma que no favorecerán a los mutualistas – prestatarios frente a los mutualistas – depositantes. Se comprenderá, pues, que un problema de gobierno corporativo de capital importancia en el caso de las mutuas sea el del control de la *autocontratación (self-dealing)* por parte de los gestores⁵². Cabe deducir, por tanto, que las mutuas sobrevivirán en ámbitos en los que los costes de vigilar y controlar a los gestores (costes de agencia) son pequeños bien porque el número de mutualistas es pequeño o bien porque la gestión es muy estándar (escasa discrecionalidad en la gestión) y por tanto inferiores a los beneficios derivados de la eliminación del conflicto entre titulares residuales y acreedores principales⁵³.

Téngase en cuenta que, para las Mutuas, no están disponibles los mecanismos *externos* de control de la gestión que sí que lo están en el caso de la otra forma de organización típica en la que hay separación entre propiedad y control, esto es, la sociedad anónima abierta o bursátil. Los gestores de una mutua, al igual que los administradores de una sociedad anónima abierta no soportan el control por parte de los accionistas – mutualistas porque no hay, por definición “mutualistas dominicales” o “núcleos duros” de mutualistas, tan frecuentes en las sociedades anónimas bursátiles de Europa y Asia. Pero es que tampoco están controlados por la existencia de un mercado de capitales en el que las “partes de socio” de una mutua se negocien libremente, porque la condición de mutualista no es libremente transmisible. Consecuentemente, tampoco hay un *mercado de control societario* que permita la existencia de OPAs hostiles sobre una mutua ya que nadie puede hacerse con el control de una mutua a través del mecanismos de la oferta dirigida a los mutualistas lo que impide la emergencia de propietarios “de control” que puedan destituir a los administradores porque cada mutualista tiene derecho a un voto lo que dificulta enormemente la constitución de mayorías lo que junto a los restantes problemas de acción colectiva convierte a los mutualistas en miembros pasivos⁵⁴. Tampoco puede una mutua recurrir a las *stock options* para

⁵² En países en los que no existe una mínima protección frente al robo, la apropiación por parte de estos *insiders* de los recursos de la mutua es directa, esto es, los gestores se limitan a “autoprestarse” o a fingir préstamos a terceros de los fondos depositados sin intención ninguna de devolverlos

⁵³ Tal ocurre en mercados donde las posibilidades de crecimiento sean bajas y los mercados sean estables, porque en tal caso, hay “menos decisiones discrecionales” que tomar. Del mismo modo, si las coberturas son a largo plazo – como en los seguros de vida – las mutuas pueden tener una ventaja competitiva v., D. MAYERS/C. J. SMITH, Jr. “Ownership Structure and Control: Property-Casualty Insurer Conversion to Stock Charter”, The Bradley Policy Research Center Financial Research and Policy Working Paper No. FR 00-15 October 18, 2000, disponible en www.ssrn.com en octubre de 2003., pp 5-6 ss que analizan casi un centenar de casos de transformación de mutuas de seguros en los EE.UU. y confirman estos tres motivos.

⁵⁴ RASMUSEN, J. L. & *Econ*, 31(1988) p 398. No obstante, en la medida en que el ordenamiento permita la transformación de una mutua en una sociedad anónima – como lo permite el Derecho español (v., LOSSP) – la “amenaza” de la transformación por iniciativa de un tercero que se dirige, en tal sentido, a los mutualistas, puede jugar, en el ámbito de las

incentivar adecuadamente a los administradores como sí puede hacerlo una sociedad anónima. En definitiva, en el caso de las mutuas, sólo están disponibles los mecanismos de control de la gestión de carácter *interno* (diseño del órgano de dirección de la mutua, limitaciones a la posibilidad de endeudamiento, obligaciones de reparto de beneficios en forma de reducción del coste de la prestación mutualizada,...).

Otros mecanismos ayudan a mantener reducidos los costes de agencia entre los mutualistas y los gestores de la mutua. Además de la *aversión al riesgo* de los gestores a la que ya nos hemos referido, el más importante es la competencia en el mercado de productos en el que está activa la mutua. El abandono de la mutua por parte de los mutualistas que constituye un mecanismo de disciplina eficaz en los casos en los que, como sucede con los bancos, los mutualistas no pierdan nada por abandonar la mutua porque carezcan de derechos residuales fuertes (cuota de liquidación). En este sentido, en el caso de los bancos, la existencia de un fondo de garantía de depósitos actúa en contra puesto que los mutualistas pierden incentivos para sacar sus depósitos ante el temor de la quiebra ya que están asegurados por la existencia del Fondo de garantía pero, además, como su posición como depositante se ve muy poco afectada por una mayor o menor eficiencia en la gestión del banco, los depositantes tendrían incentivos para controlar a los administradores para evitar la quiebra del banco, pero no para que maximicen las ganancias de éste, maximización que exigiría aceptar un nivel de riesgo mayor en la actividad del banco.

Los conflictos de los *mutualistas entre sí* se reducen si el producto o servicio que presta la mutua es estándar de forma que las posiciones de todos los mutualistas son homogéneas. De esta forma se reducen los costes de adoptar decisiones. Así ocurre en aquellos sectores, como el de los seguros, donde todos los asegurados/socios tienen una participación idéntica en la mutua – un mutualista/una póliza de seguro – y donde todos los beneficios se destinan a reducir el coste de la prestación del servicio a los mutualistas (no a pagar dividendos a los mutualistas) y donde la gestión del negocio no exige tomar muchas decisiones discrecionales a los administradores. Otra característica que favorece la eficiencia de la forma cooperativa o mutualista de empresa es la vinculación a largo plazo de los clientes. En el caso de los

mutuas, el papel que juegan las OPAs hostiles en el mercado de valores. No en vano, se ha asistido a numerosos procesos de transformación de mutuas en sociedades anónimas en los últimos años en todo el mundo. Las razones que pueden explicar la transformación se han resumido indicando las siguientes: que aparezcan *oportunidades de crecimiento en el mercado* en el que opera la mutua lo que puede exigir aportaciones importantes de capital para explotarla siendo así que las mutuas tienen limitado el acceso al mercado de capitales porque no pueden emitir acciones y que han de financiar el crecimiento con las ganancias reservadas, ganancias que tienen que destinarse, fundamentalmente, a asegurar la solvencia de la entidad; que la mutua *inicie nuevas líneas de negocio* que requieran mayores márgenes de discrecionalidad de los administradores o *beneficios privados* para los gestores de la mutua que puedan conservar su puesto como administradores de la sociedad anónima resultante y aumentar sus ingresos como tales incluyendo participación en el capital o, más probablemente, ser "sobornados" por los interesados en la conversión para que faciliten la transformación V., para las indicaciones, MAYERS/SMITH, *Ownership*, pp 8 ss

seguros, el contrato entre el cliente – mutualista y la mutua es un contrato de largo plazo.

Por el contrario, si los beneficios residuales se reparten de forma distinta a una reducción del coste del bien o servicio, la intensidad del conflicto de intereses entre mutualistas se incrementa⁵⁵. Si las mutuas repartieran parte de los beneficios en forma de dividendos, los intereses de los mutualistas podrían entrar en contradicción. Unos estarían más interesados en maximizar los beneficios de la empresa y otros en minimizar el coste del seguro, contradicción que se ampliaría exponencialmente si la Mutua prestara servicios a terceros no mutualistas o si existieran, junto a los socios – mutualistas, socios no mutualistas. Por otro lado, el reparto equitativo de los beneficios se hace mucho más costoso conforme se diversifica la participación de cada uno de los mutualistas en la sociedad hasta el punto de hacer arbitraria cualquier desmutualización que atribuya las nuevas acciones a los antiguos mutualistas. En el caso de las cooperativas de trabajo asociado, el conflicto de interés se exagera cuando la capacidad de los trabajadores es diferenciada y el tipo de tareas se diversifica. Si los salarios se deciden mediante votación, existirá una diferenciación en los salarios inferior a la eficiente⁵⁶

Así pues, los conflictos entre mutualistas se exageran cuando la mutua *diversifica su clientela* creando grupos distintos de clientes cuyos intereses divergen. La primera división, en el caso de los bancos se produce cuando junto a los depositantes aparecen como miembros de la mutua los prestatarios y se exagera cuando las entidades de depósito y crédito se convierten en “bancos completos” y empiezan a prestar dinero en formas muy diversas y a individuos muy diversos. Mientras que los depositantes preferirán maximizar el tipo de interés que reciben por sus depósitos y maximizar la seguridad de que recuperarán éstos lo que les lleva a preferir estrategias de bajo riesgo que no pongan en peligro la solvencia de la entidad, los prestatarios preferirán minimizar el tipo de interés que les cobra el banco-cooperativa por los créditos y, en la medida en que el proyecto para el que solicitan financiación sea arriesgado, desearán que la entidad adopte una política más agresiva de préstamos que la que desearían los depositantes. Este conflicto puede minimizarse si los depositantes y los prestatarios pertenecen todos ellos al mismo grupo de interesados, por ejemplo, porque la cooperativa sólo otorgue crédito a los miembros de la misma (o sea, a los depositantes) y todos los depositantes tengan semejantes intereses en lo que a los créditos se refiere, es decir, todos estén interesados en obtener el crédito y en condiciones semejantes⁵⁷.

Cuando la mutua se enfrenta a la contradicción de intereses entre sus mutualistas, la respuesta de la entidad puede ser (i) la de

⁵⁵ HART/MOORE, *Cooperatives*, p 7. A

⁵⁶ V., HART/MOORE, *Cooperatives*, p 40 con indicaciones.

⁵⁷ Así ocurría con las *building societies* británicas donde la gente ahorraba para construirse una casa y obtenía de la mutua el préstamo para financiarla contra la garantía hipotecaria sobre la vivienda v., COOK/DEAKIN/HUGHES, *Mutuality and Corporate Governance*, p 15.

maximizar las ganancias y (ii) la de desmutualizarse o (iii) privar de derechos de propiedad a los mutualistas.

(i) Maximizar las ganancias es lo más equitativo y, por tanto, más fácilmente justificable frente a los mutualistas. Dado que las mutuas se rigen por el principio “un hombre un voto” tal solución es la que resultaría de una votación mayoritaria si suponemos que los mutualistas se reparten al 50 % entre prestamistas y prestatarios. Una solución que penalizara a un grupo o a otro acabaría por “expulsar” dicho grupo de la mutualidad, por lo que no sería una solución estable y, por último, los mutualistas pueden estar en la posición <<neta>> de depositante o prestatario en uno u otro momento por lo que su “voluntad hipotética” sería la de no ser peor tratado en ninguna de ambas situaciones aún a costa de no ser privilegiado en alguna de ellas, circunstancia esta última que reduce notablemente el conflicto de intereses y explica la persistencia de las entidades bancarias con carácter de mutua y que se hayan convertido en bancos “normales” en lo que a que su gestión está orientada a maximizar las ganancias⁵⁸.

(ii) La desmutualización es la forma que tienen los mutualistas de convertir en dinero el valor de su condición de mutualista. Los casos de desmutualización son numerosos en sectores como el de los bancos y las compañías de seguro. La intensificación de la competencia en esos mercados ha reducido las ventajas comparativas de la mutua como forma de resolver los problemas de contratación del producto o servicio (los asegurados y los depositantes están más protegidos hoy que hace cien años frente a la expropiación por parte de los gestores de las compañías de seguros o de los bancos) de manera que puede ser una transacción beneficiosa la que separa al financiador del cliente (que son las dos condiciones que reúnen en su persona los mutualistas) si la cuota de propiedad en forma de acción (transmisible y con propiedades mucho más definidas que la posición de socio de una mutua) vale más que el beneficio que recibe el mutualista en forma de reducción del coste del servicio que obtiene de la mutua⁵⁹. Tal es plausible si se reducen – por efecto de la competencia – los costes de prestación del servicio correspondiente y, la empresa mutualista está “sobrecapitalizada” en el sentido de que hay un destino más eficiente para el capital de la mutua que el de la actividad desarrollada por ésta.

(iii) La desmutualización no es una opción disponible cuando los derechos residuales de los mutualistas no están especificados, normalmente, porque la posición de cada mutualista no es idéntica a la de los restantes bien porque, *ab initio* y de acuerdo con la estructura de propiedad de la empresa, estamos ante una “mutualidad débil” y no se atribuyen derechos residuales individuales a los beneficiarios de la actividad de la empresa. En tales supuestos, la desmutualización adopta la forma de una privatización en la que las acciones de la empresa se venden al público y los ingresos se

⁵⁸ V., D. SMITH/T. C. CARGILL/R. A. MEYER, “An Economic Theory of Credit Union” *J. Fin.* 36(1981) pp 519-528, para lo que sigue; EMMONS/MUELLER, *Conflict of Interests*, p 22. Este estudio muestra que el conflicto entre depositantes y prestatarios se resolvió en el predominio final de los primeros de forma que los bancos de estructura mutualista dejaron de prestar dinero a intereses por debajo de los del mercado lo que contribuyó, en buena medida, a que pudieran sobrevivir en la competencia con bancos de propiedad capitalista.

⁵⁹ Por lo menos, para aquellos mutualistas cuya valoración del producto mutualizado sea más baja.

destinan a las finalidades establecidas en los estatutos de la organización para los excedentes empresariales.