



# Economía, banca y mercados financieros

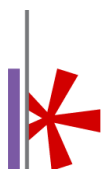
Tema 2

## La empresa y el empresario

Versión 2016 © Tea Cegos, S.A.

## ÍNDICE

<b>QUE DIFERENCIA HAY ENTRE EMPRESARIO Y CAPITALISTA .....</b>	<b>3</b>
<b>¿POR QUÉ SE CREA UNA EMPRESA POR UN EMPRESARIO? .....</b>	<b>8</b>
LA EMPRESA PRIVADA Y LOS COSTES DE TRANSACCIÓN .....	8
LA TEORÍA DE LOS CONTRATOS .....	10
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>18</b>



## QUÉ DIFERENCIA HAY ENTRE EMPRESARIO Y CAPITALISTA

El término “empresario” tiene muchas acepciones, María Moliner en su “Diccionario de uso del español” le asigna palabras tales como: *abordar, acometer, afrontar, arriesgarse, abrir brecha, decidir, embarcarse en, empeñarse, romper hielo, lanzarse, organizar, empezar a...* La literatura sobre el tema es, así mismo, amplísima y en ella puede verse al empresario como factor de producción, como coordinador y hacedor del equilibrio, como manager y líder carismático, como innovador, como factor de crecimiento económico... Curiosamente, los libros de economía del siglo XX han tratado poco del tema o lo han hecho solo parcialmente y, en cualquier caso, cuando lo hicieron no le dieron la importancia fundamental que tiene esta figura en el proceso de asignación y optimización de recursos en contextos de información dispersa. Es verdad que, incluso por premios nobel de economía, durante el siglo XX, se realizó una “teoría de la firma” aunque no una “teoría del empresario”.

Afortunadamente, hoy ya es de común reconocimiento que el papel del empresario no puede estar al margen de la teoría de la firma. Sin embargo, la figura del empresario sí estuvo presente en el pensamiento de los autores clásicos de economía durante gran parte de los siglos XVIII y XIX. Éstos trataron el concepto de empresario, el alcance de sus funciones y su importancia en la vida económica. Es verdad que pusieron el énfasis más bien en “los capitalistas”, quienes para ellos eran los que acumulaban, asignaban y controlaban el capital. Así, Anne-Robert-Jacques Turgot consideraba al capitalista como emprendedor porque “*es el que adelanta fondos a los factores y porque afronta el riesgo*”. Richard Cantillon introdujo la palabra “*entrepreneur*” para referirse a quien “*afronta riesgos pagando a precios conocidos lo que no sabe si podrá vender a precios con beneficio*”. Así mismo, en el pensamiento de Cantillon está presente la diferencia entre los que “*aportan los fondos para un negocio y quienes descubren la oportunidad para obtener ganancias de éste*” y aunque no hizo una referencia explícita al riesgo si dijo que la actividad de los comerciantes, agricultores e industriales “*está asociada con eventos futuros acerca de los cuales no existen certezas*”.

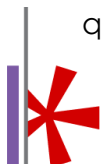
Dos siglos más tarde, Ludwig von Mises definiría la raíz de la función empresarial de cualquier ser humano como “*el acto de asumir la incertidumbre*”. El mismo Mises en su libro clave “*La acción humana*”, dirá que esa “acción” debe ser vista desde el aspecto de la incertidumbre, inherente a la misma labor de empresario, al que calificará como: “*persona que actúa de acuerdo con los cambios que tienen lugar en los datos del mercado*”. Un discípulo de Mises y premio nobel de economía, Frederick Hayeck, hablara del “*conocimiento disperso*” y la necesidad, por tanto, de establecer formas organizativas que lo aprovechen al máximo y que, precisamente, “*los primeros dilemas que enfrenta un empresario se relacionan con el descubrimiento, la movilización y la integración de ese conocimiento disperso*”.



Antes que Mises y Hayeck, otro “economista clásico”, Jean-Baptiste Say, él mismo un empresario, puso a esta figura en el núcleo de la actividad económica. Es a J-B. Say a quien le debemos la distinción entre los integrantes de un proceso de producción: *el esfuerzo laboral, el conocimiento técnico y la aplicación de tales conocimientos, mediante un procesos de coordinación y dirección, llevada a cabo por el empresario*. En la visión de Say, el empresario es un “intermediario entre propietarios de recursos y consumidores” y señalará que al seguir la demanda de los consumidores, indicada por los precios, los empresarios llevan el capital y los recursos hacia los sectores más rentables. Al igual que Cantillon hablará de la separación entre las funciones del empresario y el oferente de capital en el proceso económico. En el siglo XX, Frank Knight distinguió entre riesgo e incertidumbre ambas cosas son claves en la labor de un empresario. El riesgo hace referencia a un evento en el que la probabilidad de un resultado puede ser establecida, razón por la cual podría tener lugar la posibilidad de establecer un contrato de seguro sobre ese resultado. En el caso de la incertidumbre, no es posible establecer una probabilidad de resultado alguno. En ese caso el “*entrepreneur*” podría despejar parte del riesgo contando con información sobre la experiencia anterior de determinados fenómenos, pero no tendría la posibilidad de disminuir la incertidumbre, ya que ésta es, por definición, sólo una estimación subjetiva.

Sin embargo, como hemos dicho, la literatura económica del siglo XX, en concreto la de tipo “neoclásico”, marcó un giro al respecto y el empresario quedó ausente del pensamiento económico casi en absoluto. En los libros de la “microeconomía neoclásica”, como luego veremos, se recurre al término impersonal de “empresa”, pero hablando de ella como una organización que compra bienes de producción, los transforma técnicamente y vende los bienes finales que obtiene en el proceso. Para “su tipo de empresa” siempre se suponen dados los valores de las variables clave, tales como: precios de los recursos y de los bienes, la tecnología y las relaciones entre los elementos del modelo. Por ello, la tarea económica en esta “empresa neoclásica” se reduce a elegir la combinación óptima de producción y empleo de factores que maximiza los beneficios pero sin que la figura del empresario aparezca por parte alguna, lo cual no puede dejar de sorprender pues es el empresario quien, con su iniciativa y espíritu emprendedor, se destaca de entre los demás, anticipa las demandas futuras, determina el uso de los recursos y asume riesgos e incertidumbres, haciéndolo basado en sus expectativas, las cuales siempre pondera con los costes de oportunidad de las rentabilidades alternativas existentes y obteniendo unas estimaciones de las que no tiene certeza alguna. Por eso, los beneficios empresariales provienen del acierto en las previsiones de las demandas futuras y las pérdidas derivan de las estimaciones erradas. ¡Totalmente lo opuesto a lo que nos dice la teoría económica neoclásica!

La conducta optimizadora del agente económico de la teoría microeconomía neoclásica, no considera la tarea de identificación de los mejores cursos de acción y de los medios idóneos para alcanzarlos. Para ello debería integrar dos cuestiones: identificar fines y medios por un lado y perseguir la mayor eficacia por otro. El empresario es clave para ambas cosas y por ello no puede ser obviado, pues es el que posee una capacidad especial para estar alerta ante diferentes alternativas.



Ese es su “*business acumen*” (su “perspicacia para los negocios”) que reside en su “saber dónde buscar”, lo cual le viene de una especial sensibilidad para captar datos del entorno que nada dicen a la mayoría pero que sí a él y que son informaciones dispersas y atomizadas entre los diferentes agentes económicos.

**Como los procesos de mercado tienen lugar a lo largo del tiempo la actividad empresarial es inseparable de la incertidumbre**, pero el empresario no solo asume incertidumbres, sino que hay que definir también al empresario como lo hizo Israel M. Kirzner, como la “**persona lo suficientemente alerta para detectar oportunidades no descubiertas y dispuesto a aprovecharlas para obtener una recompensa**”.

Por su parte, Joseph Alois Schumpeter consideraba a la innovación como clave en la actuación empresarial. Llegó a decir que el empresario se prestaba siempre a una labor de “*destrucción creadora*” por no estar nunca parado y siempre en continuo cambio, buscando nuevas oportunidades y aplicaciones para sus productos o servicios. Kirzner, en cierto modo, corregirá a Schumpeter diciendo que “*el empresario no es un “provocador de destrucción en el mercado per se” sino que también “se dedica a identificar lo que estaba en él esperando ser implementado, ya sean aplicaciones técnicas de los avances de la ciencia o nuevas y mejores asignaciones de recursos*”. Kirzner lo ve como un “*corrector nato de descoordinaciones previas*” y un “*re-direccionador de recursos hacia unos objetivos más apropiados de rentabilidad*”. Es al empresario, que ha visto necesidades y encontrado sistemas de solución, a quien debemos que al abrir un grifo salga agua o que podamos tener la posibilidad de un café caliente todas las mañanas... (Será esta visión de la actuación del empresario, dinámica y creadora, la que habremos de confrontar luego con el tratamiento que de la empresa hizo la teoría económica neoclásica que la ve de una manera “estática y siempre en equilibrio”).

Años más tarde, será también Kirzner quien clasificará la actividad empresarial en tres tipos:

- Arbitraje,
- Especulación e
- Innovación

El arbitraje se refiere a compras y ventas instantáneas (podría pensarse por ejemplo en un mercado de derivados entre en operaciones spot y de futuros). La especulación la entendía como un arbitraje, solo que a través del tiempo, y la innovación como la creación de un nuevo producto, un método productivo o una organización diferente.

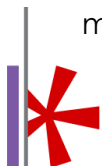
Para Kirzner la acción empresarial es siempre especulativa y arbitradora y aquel empresario “en estado de alerta”, que busca descubrir y explotar desajustes, es un “empresario puro”. La “empresarialidad pura” es independiente de aspectos externos como la propiedad de los bienes de capital. El “descubrimiento empresarial” tiene las características propias de una idea que acude a la mente de repente a personas atentas y perspicaces y que buscan ponerla en marcha



aunque no sean capitalistas. Kirzner no niega que un capitalista pueda ser un empresario, ni que un empresario pueda poseer recursos para la inversión. Pero si a alguien le acude una idea a la mente y busca ponerla en práctica, es señal de que estamos ante un "empresario puro", independiente de que tenga o no, posibilidades o recursos financieros para ello.

Si un "empresario puro" (alguien con una idea brillante) no dispone de capital, se le presentan dos escenarios: conseguir un "capitalista de riesgo", simple aportador de fondos, o financiarse con un préstamo. (Tengamos en cuenta que un "business ángel" que posee millones no necesariamente descubre por sí mismo un proyecto para sus fondos, y representa el complemento ideal para quien tiene la facultad de estar alerta y haber descubierto una oportunidad). En el primer caso, el capitalista aporta la totalidad de los fondos y se supone que habrá un reparto de las participaciones. Aquí, el capitalista que arriesga los fondos se convierte en empresario y sigue siendo, al mismo tiempo, un capitalista. Además, según el contrato establecido, el emprendedor es ahora también un capitalista por su participación accionarial. El otro caso supone un préstamo por el 100% o combinaciones mixtas de capital del emprendedor, del prestamista (sin participación accionarial) e incluso cabe que haya terceros capitalistas. En todos los casos, el nuevo emprendimiento se cristaliza en la adquisición de distintos activos que conforman la empresa. Más tarde, el emprendedor será propietario también, de acuerdo con su participación, de los productos elaborados por la firma y de los resultados en caso de que se materialicen. En el primer caso, si el proyecto fracasa, las pérdidas recaen proporcionalmente sobre el capitalista y el emprendedor que ha devenido capitalista. Pero centrémonos en el segundo caso, ¿es posible hablar de pérdidas del emprendedor cuando todo el capital haya sido tomado en préstamo? El emprendedor no es ahora menos pobre que antes de tener la idea, pero sí es más pobre en comparación con el momento de adquirir los activos y hacerse propietario... Digamos de una vez por todas que "la empresariedad" es la fuerza motriz de los mercados, independientemente de la propiedad y el capital. Es cierto también que las ideas que al final se lleven a cabo dependerán del acceso al capital. Lo que permite el proceso de aprendizaje, propio del mercado, es que los mejores descubrimientos tiendan a conseguir capital y los peores no.

Hay que admitir la idea del "empresario puro" por dos motivos: primero, porque pone la "categoría" de empresariedad en el descubrimiento, sin discriminarla por su vinculación con la propiedad y, segundo, porque representa una explicación de la realidad empresarial donde tantos emprendedores cuentan "sólo" con una idea creadora de valor. Un "empresario puro", tal y como lo remarca Kirzner, no puede vender normalmente su visión, ni su juicio empresarial, en un mercado organizado debido a los altos costos de transmisión del conocimiento. Por este motivo, deberá conseguir el capital necesario para dar espacio al nacimiento de la firma. Además de poder estar separado, en todo o parte, de la propiedad del capital, el empresario puro se distingue por asumir la incertidumbre de sus acciones lo cual es una característica universal de la acción humana. Es decir, la aparición de las firmas se explica por un acto empresarial puro en primera instancia. Este puede ser materializado por personas que ya disponen de un capital o que lo buscan con



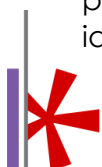
personas de fuera con las que luego comparten la suerte del proyecto. El empresario puro a veces está dentro de una misma firma, pues estas disponen de departamentos de I+D potentes, donde se realizan actividades creativas para descubrir nuevas oportunidades que poner en marcha dentro de la propia firma o realizando una acción de intra-empresuría en sociedad con el empleado creativo e innovador. Como la capacidad empresarial está presente, en mayor o menor medida en cada individuo, la empresa deberá aprovechar las habilidades de sus miembros para descubrir cómo "crear valor". (En la empresa moderna gran cantidad de "descubrimientos empresariales" los realizan los managers y los propios profesionales contratados y no tanto los tradicionales "agentes" de la "teoría de firma" de Coase).

El crecimiento de las grandes empresas sería inexplicable sin la figura del manager o del empleado que actúa como "empresario puro". Como las innovaciones son necesarias para el crecimiento de una firma, el propietario de una empresa tiene como misión añadida la de movilizar las capacidades empresariales de los recursos humanos de la empresa hacia ese fin. Pero aquí, "su labor educadora" debe ser la de hacerles ver que toda innovación debe plasmarse en un "plan de negocio" que debe aportar un "valor actual neto" positivo o una rentabilidad superior a la tasa de empleo del capital en una alternativa actual de similar riesgo. (El cómo incentiva a managers y empleados es una cuestión que luego trataremos y que veremos tiene importantes consecuencias).

Ese empresario debe también transmitir a sus colaboradores que el aprendizaje empresarial nunca cesa ni queda en un estado de reposo, dado que la solución a cualquier problema planteado hace surgir nuevos problemas. Los intentos de resolver los mismos, tengan éxito o no, harán aparecer nuevos problemas y en consecuencia nuevo conocimiento. El empresario constituye explícitamente la fuerza que mueve la economía porque es el que decide el uso de los factores productivos. Para Mises no son los managers, sino los empresarios puros y los capitalistas emprendedores quienes tienen la decisión más importante desde el punto de vista económico: definir hacia qué sectores dirigirse y cómo asignar los recursos escasos.

En resumen, **empresario es el que descubre las oportunidades de beneficio, (participe o no en el capital), toma las decisiones para implementar la ideas y las lidera. Puede haber empresarios no capitalistas, pero todos detectan oportunidades. Su labor en ese descubrimiento de oportunidades supone un conocimiento subjetivo, de tipo práctico, no articulable ni formalizable como sí lo es para las ciencias naturales.**

Ese conocimiento es a la vez algo muy fragmentado en la mente de individuos aislados y no coordinados, y que se da en condiciones difícilmente repetibles de tiempo y espacio. Es evidente que quien está alerta está en mejores condiciones de "cazar la idea", como quien pasa mucho tiempo mirando al cielo en noches de poca luna, tiene más posibilidades de ver una estrella fugaz. (El acto de tener una idea empresarial es algo parecido al "estar en el lugar y el momento adecuado").



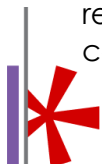
Está claro que para esa "vigilia" tenga éxito hace falta también algo más que "adquirir patente de empresario" ya sea por licenciarse en ADE o tener un MBA. Ni que tampoco "esos diplomas" hagan a un líder, como bien señala Henry Mitzberg en su conocido libro: "We wont managers. Non MBA!...)

## ¿POR QUÉ SE CREA UNA EMPRESA POR UN EMPRESARIO?

### LA EMPRESA PRIVADA Y LOS COSTES DE TRANSACCIÓN

**Sabemos que hay dos "órdenes espontáneos" fundamentales en nuestro sistema económico: la propiedad privada y los contratos voluntarios.** Por la primera tenemos asegurado el disponer de nuestros bienes y derechos y por los segundos el poder habilitar entre nosotros y terceros relaciones cooperativas y mutuamente beneficiosas de las propiedades de cada cual. (De otro modo no habría posibilidad de establecer y coordinar descentralizadamente una infinita cantidad de acciones por causa del sistema de división del trabajo). La propiedad privada es una institución que no ha sido inventada por nadie, fue el producto secular de una evolución social en la cual, las personas, en su lucha contra la escasez, orientaron las acciones humanas para satisfacer sus necesidades en colaboración y no en lucha fratricida. Al hacerlo fueron descubriendo aquellos instrumentos culturales, jurídicos y económicos más eficaces para resolver sus problemas de vida y supervivencia. Por ello, la propiedad privada no es otra cosa que un régimen jurídico particular en el que los derechos de propiedad son derechos subjetivos de carácter individual exclusivos y de libre transmisión. La empresa privada no es sino una forma específica de organización y control del trabajo de otros por parte del propietario que tiene derecho al beneficio final obtenido.

El mercado coordina las decisiones entre empresas, pero parece que poco o nada dentro de cada una de ellas. Fuera de la empresa, mercado y precios son la norma, dentro de la empresa solo existe la autoridad del empresario...¿?! Este es un tema que por ello parece muy contradictorio pues, si tan buenos son el mercado y la información de los precios..., ¿a qué viene el aceptar la sumisión y "la dictadura" de un empresario? Y, por su parte, los empresarios..., ¿por qué aceptan "costes fijos" de empleados que "integran" en sus empresas (los "encuadran", como se suele decir con un lenguaje "más militar") si podrían contratarlos libremente en el mercado como profesionales libres cuando los necesitasen? ¿Cuál es la causa de que un conjunto de personas se pongan de acuerdo para delegar en otra la responsabilidad de administrar y coordinar el trabajo de todos ellos, aceptando cada uno el que se le diga lo que tiene que hacer, en contrapartida de recibir un

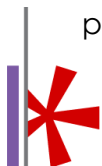




salario fijo regular, no aleatorio o no sometido a variaciones estacionales o de obtención de trabajos de terceros? Al hacer tal cosa esperan que, quien está al frente y corre los riesgos que ellos no toman y asume, además, la incertidumbre no cognoscible, cumpla su "promesa" de realizar esos pagos. Para ello, el patrimonio con que inicialmente cuenta esa persona es una garantía de tal esperanza. Está claro que "por la cuenta que le tiene" el empresario vera de dirigir la empresa de forma tal que haga por no perder ese patrimonio. Sin la garantía del patrimonio comprometido no habría colaboración voluntaria del personal ni de los acreedores externos ya fuesen proveedores o banqueros.

La historia nos aclara suficientemente este punto, la complejidad fue, y es la causa también hoy, de la asociación empresarial. En la edad media eran las empresas navieras las que primero se constituyeron como tales, por causa de las dificultades y riegos inherentes a su actuación. En el siglo XIX la complejidad de las técnicas de fabricación y de utilización de recursos y de aplicación de la ciencia no hubiesen sido posibles sin esa actuación conjunta unificada que significó la aparición de la corporación. Más cerca de nuestros días, Ronald Coase, que fue premio nobel de economía, nos lo explicó en un artículo muy simple escrito en 1937. Lo tituló: "*The nature of the firm*" (La naturaleza de la empresa) diciéndonos que la empresa (la firma, literalmente traducido del inglés) se funda por ser una estructura organizativa favorecedora de la transmisión del conocimiento y por aportar una reducción de los "costes de transacción" (*Si unifico la toma de decisiones no hay necesidad de negociar en el mercado cada servicio que se requiere*). Pero ello nos lleva a preguntarnos, ¿por qué no hay una sola empresa que haga todo en una completa integración vertical...? La respuesta nos la da también Ronald Coase: ello es debido, nos dice Coase, a que conforme avanza la centralización y el tamaño, los costes de control, gestión, administración y relación (y añadiríamos también los costes de desmotivación de las personas) se vuelven muy altos y anulan las ventajas de la centralización. El costo de producir internamente no solo incluye el costo específico de fabricar sino que añade los de organizar la producción y de encontrar y negociar con los proveedores. No tendría sentido negociar en el mercado, por ejemplo, cada servicio laboral que una persona preste a la empresa y esto hace que se prefiera un contrato general que establezca relaciones de jerarquía entre las partes.

Puede ser factible el subcontratar la logística dentro de un contrato marco anual o el hacerlo caso por caso, pero no tiene sentido hacer algo similar con el trabajo de un gerente o un director comercial o un "country manager" y otros empleados para los cuales el negociar y contratar su trabajo día a día sería altamente costoso. Por otra parte, entre los costos de transacción más importantes de pasar por el mercado están los de negociar, informarse, buscar y seleccionar precios y calidades de productos. En general los costos de transacción de usar el mercado disminuyen a medida que aumenta la integración de procesos dentro de la misma empresa. Por esta razón solo convendrá crecer en integración hasta que los costes superen a las ventajas o hasta cuando haya una empresa auxiliar a la que subcontratar el trabajo y que sea capaz de ofrecer iguales calidades con mejores precios y servicios.



La inestabilidad monetaria, uno de cuyos reflejos es la incertidumbre sobre la inflación futura, dificulta el establecimiento de expectativas y con ello los costes de establecer contratos con proveedores externos a la firma, todo lo cual significa más costes de transacción de pasar por el mercado y aumenta los incentivos para la integración de actividades dentro de una firma. El sistema impositivo vigente en algunos países puede facilitar la integración de procesos dentro de una empresa e induce a "saltarse transacciones" de mercado, aumentando el que se vea mejor el agruparse dentro de una empresa.

Por otra parte, la no existencia de un completo estado de derecho o una justicia deficiente aumenta los costos de transacción de pasar por el mercado, al ser los contratos menos confiables y la solución de demandas y arbitraje más onerosa, esto también aumenta los incentivos a integrar actividades dentro de una firma. Asimismo, un sistema jurídico y regulatorio más débil puede minimizar la importancia de los derechos de propiedad (por ejemplo, por temor a expropiaciones), lo que afectaría al deseo de integración dentro de una empresa.

Otra paradoja que influye en agruparse empresarialmente es que los costes de transacción implican altas dificultades para los accionistas minoritarios al no poder saber de las decisiones que se toman o de influir sobre las mismas, pues su voto queda atomizado en la "masa social". Sin embargo, sabemos que su existencia es importante en todas las grandes corporaciones. La causa de su permanencia es que a ambas partes les beneficia el acuerdo: a los inversionistas les da "diversificación" en la colocación de su capital, además, pueden entrar y salir según sus expectativas. A los "empresarios puros" les ofrece la posibilidad de contar con una financiación en condiciones de coste, eficacia y seguridad mayores que el recurrir a grandes inversores que impondrían sus condiciones. Además, en los momentos actuales las necesidades de los grandes proyectos industriales superan a cualquier "fortuna" personal y se hace necesario el concurso de una multiplicidad de aportadores de financiación. Se podría pensar el por qué no se recurre más al endeudamiento, pues este ofrece ventajas indudables, desde menores costes fiscales a "no agotar" los recursos propios, pasando por las posibilidades (eso sí pasajeras) de ofrecer rentabilidades a los dueños altas a igual cifra de beneficios cuando se está endeudado, etc., pero, por su misma especificidad, este recurso a la deuda queda limitado, pues, a más cantidad de la misma mayor riesgo de entrar en una situación financiera delicada. En efecto, la deuda debe devolverse y si los tipos de interés van al alza y las tasas de rentabilidad del negocio a la baja, puede darse "un apalancamiento inverso".

## LA TEORÍA DE LOS CONTRATOS

La actividad empresarial puede entenderse como una sucesión de contratos de diversa naturaleza. Los costes de coordinar vigilar y negociar los acuerdos establecidos en los contratos son importantes, lo mismo que el vigilar y obligar a que se cumplan esos acuerdos. Esos "costes" tienen mucho que ver en el decidir utilizar

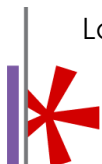


al mercado o sustituirlo por una estructura de mando vertical. Cuando los propietarios, por la complejidad y dimensiones de la empresa, se convierten en "principales" pasan a contratar a managers o gerentes ("agentes") que conducen la empresa en su lugar. Se pasa así a un nuevo estadio en el que a la empresa se la considera como una forma especial de aplicación de la institución social de los "contratos", los cuales acaban por establecerse de una manera u otra, explícita o implícitamente, como "una constante" en la "cadena" de trabajo" de toda empresa.

Decidir quién es "principal" y quién "agente" dentro de ella, es preguntarse en realidad por quien tiene más competencias o información para el desempeño de la actividad para la que se le "contrata". Un médico puede ser contratado como gerente de un centro sanitario, pero él mismo puede asumir el papel de "principal" cuando delegue en sus médicos asistentes y en los servicios de enfermería. La empresa acaba por ser un "orden espontáneo" que las personas nos hemos dado en la sociedad para mejor realizar un conjunto de labores, las cuales han acabado por tener un sustrato jurídico más o menos firme. Para otro economista y también premio nobel de economía, Eugene Fama, la separación entre propietarios y directivos no solo es mala sino altamente eficaz pues no es posible hoy mantener siempre unidas las funciones de asunción de riesgos y de management. Para ambas existen mercados diferenciados. El de aportación de fondos con riesgo se rige por los mercados de valores, donde esos riesgos pueden "diversificarse" y sirven también para ejercer un control de si "gusta" o no, el rumbo que a la empresa le imponen sus directivos al vender y provocar la baja de las cotizaciones. Por su parte, los gerentes están interesados en su "propio mercado" que valora sus carreras por los éxitos conseguidos.

No obstante, esa relación entre "principal" y "agente" no está exenta de disfunciones. Para "el principal", la ventaja consiste en poder aprovecharse de las competencias y del "saber hacer", así como del dominio de informaciones de gestión, que posee "el agente". Pero al mismo tiempo, esa delegación origina un problema de asimetría: "el principal" acaba por disponer de una información imperfecta sobre la firma de la que es propietario y debe asegurarse de que "el agente" orienta su actividad al cumplimiento de los objetivos que le ha marcado y que no actúa en provecho propio o, incluso, en claro perjuicio de sus intereses. Por tanto, "el principal" se ve confrontado con el problema de asegurar contractualmente que "su agente" aporta los rendimientos que mejor responden a sus intereses. Si fuera posible que todas las partes poseyeran información perfecta y sin costes, entonces no sería necesario recurrir a la función del "agente". Por ello, el objeto central de la "Theory of Agency", va a ser el estudiar esa "configuración contractual" entre "principal" y "agente", determinándose dicha relación por las condiciones de "reparto asimétrico de información y de incertidumbre", así como por la diferente asignación de riesgos. Además, esta teoría plantea qué mecanismos (de incentivos, de control, o de sistemas de información) pueden ayudar a manejar más eficientemente estos problemas.

La "teoría de los contratos" se apoya en unas ideas básicas:



- Se considera a las organizaciones y sus relaciones con el entorno como "redes de contratos" ("*nexus of contracts*"). En ellas se establece una organización basada en el orden espontáneo de los contratos libremente contraídos por las partes.
- Existe un modelo de "comportamientos" que se centra en la maximización de la utilidad, atención a las diferencias de intereses entre las partes y de actitudes ante el riesgo, así como en una "racionalidad económica" de la actuación de la empresa.
- Se adopta una concepción sobre la influencia que conlleva la asimetría en el reparto de información en las partes contratantes.
- Se entiende que los contratos vinculan jurídica o tácitamente derechos, competencias y obligaciones de las partes así como el reparto de los beneficios obtenidos.

Por otra parte, esta teoría también presupone que la configuración óptima de los "contratos de agencia" incluye el tener en cuenta y, en cierto modo, efectuar "el cálculo" (y la forma de combatir) los costes implícitos en delegar en otra persona esa labor de "agente". A saber :

- Costes de asumir que "el agente" actúe más en beneficio propio que de la firma. Es el riesgo de que la otra parte pueda aprovechar su ventaja en información o conocimientos de forma estratégica en provecho propio y no de forma óptima en favor de los intereses del "principal".
- Costes de las medidas de supervisión. Que deben ser emprendidas por "el principal" para establecer y controlar el cumplimiento del contrato de agencia. Sobre todo ante un posible "oportunismo del agente" al que antes nos referíamos. Incluye el coste de la "incentivación" al agente por los resultados conseguidos y los riesgos asumidos, así como cláusulas de supervisión y evaluación de las actividades a realizar.
- Costes de la relación del "agente" con "el principal": Son los costes del vigilar que "el agente" no actúa en contra del interés del "principal". Vr. Gr.: auditorías a pasar, controles internos a disponer, "reporting" periódico, obtención y proceso de informaciones de vigilancia, coste de las cláusulas de rescisión y no competencia, o los costes por las obligaciones de indemnizar por posibles daños al principal. (Dado el margen de libertad en su actividad propia, "el agente" puede elegir entre distintos medios para la consecución de los objetivos, medios que "el principal" no puede observar siempre o exactamente, o sólo mediante costes muy elevados).
- Costes residuales. Atribuibles a la pérdida de rentabilidad alternativa a consecuencia de una decisión-acción del agente que no logra para el principal el máximo posible de la misma en términos comparativos. (Hipotéticamente).
- Costes o inconvenientes por los riesgos implícitos en la elección de una persona inadecuada ("*adverse selection*"). Es el problema que se plantea cuando se contrata a una persona para un puesto. Riesgo que se intensifica con el ámbito mayor o menor de las tareas delegadas. Aunque "el principal"



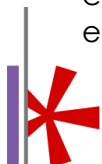
pueda constatar, "ex post", el resultado final (Balance, cuenta de resultados y otros informes) no podrá, evidentemente, conseguir información fiable sobre la situación "ex-ante" de las decisiones tomadas por su agente o sobre los esfuerzos reales de éste. Así mismo, le puede resultar difícil el saber si los resultados positivos finales se deben a los esfuerzos del agente o a las circunstancias externas, pudiendo "el agente" cumplir con sus objetivos sin realmente hacer otra cosa que "dejarse llevar" por una corriente favorecedora de la marcha de la economía (o la inversa: encontrarse "el agente" sin cobrar sus incentivos, a pesar de sus esfuerzos, por haber entrado el entorno en una ciclo de recesión).

- Costes del "riesgo moral". Por la posibilidad de conductas oportunistas por parte del agente y que se conoce como riesgo de "hold up" o coste de la "no posibilidad de observación" o de "opacidad de la acción del agente". La "especificidad" de las transacciones y su grado de complejidad implícito es el motivo básico para que surja esta situación de riesgo moral. Esa "opacidad" ("*hidden action*") es "la que tienta al agente" a reducir sus rendimientos o a desatender sus obligaciones o a aprovecharse de su posición en interés propio. A veces, la indemnización de salida pactada en los contratos por parte del agente es tal, que este "se siente siempre seguro", pues en caso de hacerlo mal u obtener resultados deficientes, si es despedido, le queda una "jugosa indemnización", plan de pensiones y otros privilegios... Vemos que este problema surge cuando, debido a la especificidad de algunas inversiones y a la imposibilidad de establecer contratos tan sumamente completos, se da que, una vez realizada la inversión, se produce un comportamiento oportunista por parte de la contraparte.

El problema del "hold up" nos plantea dos cuestiones fundamentales:

- La primera es que los contratos son siempre incompletos y que difícilmente pueden abarcarlo todo.
- la segunda es que, debido a esta limitación anterior, la asignación del poder, o "control ex-post" que se tenga por parte del "principal", sobre los activos es muy importante. Por esta causa es por lo que los auditores siempre acaban por decir, ante negligencias graves o fracasos de la gestión por parte de los directivos, constatadas a posteriori y previamente no comunicadas en sus informes, que no es fácil hacer responsables "ex ante" a esos directivos de posibles malversaciones, actuaciones ilícitas o del mal uso de los recursos empleados. (Ya que no se puede emitir juicio en contra de las decisiones de un directivo, si en los estatutos de la sociedad no figura limitación a su poder en lo que a gasto e inversión sobre ciertos recursos o bienes y derechos se trata, o si aquellos resultan excesivamente ambiguos).

**¿Cómo puede lucharse contra esos "costes" o en qué medida paliarlos?** Esta cuestión ha ocupado mucho a los economistas y las contribuciones de algunos de ellos han sido reconocidas con el premio nobel de esta disciplina, como el de 2016



que recayó en los economistas Oliver Hart, catedrático en Harvard y Bengt Holström profesor en el MIT. Los trabajos más importantes de este último se han centrado sobre la preocupación de por qué "el agente" (no estrictamente propietario, o solo en un grado mínimo por tener algún paquete accionarial) al dirigir la empresa no busque o no se sienta compelido de manera total con los objetivos del "principal". Por su parte, Oliver Hart en su libro: *"Firms, Contracts and Financial Structure"* publicado en 1995, se ocupó de los denominados "contratos incompletos", que dice son aquellos que tienen "lagunas", acuerdos poco claros o ambigüedades que deben ser resueltas, bien mediante una renegociación entre las partes, bien con la intervención de la justicia. En un mundo ideal de contratos completos las empresas no serían necesarias, pero como la vida real no es así, se entiende la importancia que para la economía tienen los "contratos incompletos" estudiados por Hart. Como señaló el Comité Nobel en su escrito de justificación: *"no estamos hablando de cuestiones meramente teóricas, sino de temas con numerosas aplicaciones prácticas, como la financiación, las crisis empresariales, las fusiones y adquisiciones o el control corporativo entre otras muchas..."*

Tres tipos básicos de medidas de "ajuste" se han puesto más o menos en juego, y complementariamente más que alternativamente, para "disciplinar" la conducta del "agente":

- 1-. Los incentivos. Es la fórmula más usada y la más presente en todas las empresas y en todos los niveles de delegación. Los seres humanos cooperamos pero nos movemos mucho por el conocido aforismo de: *"dime como me vas a medir y recompensar y te diré como actuaré en consecuencia..."* Resulta por ello muy relevante el analizar cómo los contratos de agencia plantean los incentivos de las personas a fin y efecto de que estas "cooperen" en la generación conjunta de riqueza. Una forma de hacerlo es el de la "contribución a los resultados". Por ejemplo, se hace que una parte del sueldo del vendedor dependa de su volumen de ventas (comisión sobre el total vendido). Esto plantea al menos dos "ineficiencias mayores" y algún que otro problema práctico de diseño del sistema. Las ineficiencias son que el vendedor no domina el sistema de precios finales, debido a que los descuentos posibles a realizar le pueden estar más o menos vetados y que no siempre su actuación buena o mala es debida a su acción sino a la coyuntura favorable o desfavorable del mercado. Por otra parte si "el agente" tiene una actitud adversa al riesgo, es claro que solicitará mayores incentivos para dar lo que se le pide, lo cual empeora las condiciones para "el principal". Otra es la de que el sistema se plantea solo sobre uno de los ejes que importan al "principal" y no sobre los dos claves y "suficientes": la rentabilidad y el coste de oportunidad. En efecto, el tener ventas con beneficio o margen positivo (EBITDA o EBIT) es una "condición necesaria" pero nada dice de la implicación de los capitales que el vendedor (el agente o gerente en el caso general) ha necesitado para dar esos márgenes. Es decir, esa fijación equivocada del incentivo parece desconocer y no tener en cuenta que "al principal" le importa, ante todo, el % "ROCE" ("Return on capital employed") y su comparación, en el medio-



largo plazo, con el % de “coste de oportunidad” de empleo alternativo de esos capitales empleados. Si solo estimulamos el vender, o un margen sobre ventas, incentivamos el “riesgo moral” de hacerlo implicando capitales en existencias y en cuentas por cobrar o el de utilizar instalaciones no estrictamente necesarias desde un punto de vista de “economía de capital”.

De acuerdo con el premio nobel Holmström, deberíamos hacer depender la remuneración variable de magnitudes que “*contengan poco ruido*”, esto es, de variables que sólo dependan del comportamiento de los agentes y no de circunstancias externas. En el caso de los vendedores, por ejemplo, su remuneración podría ponderarse o establecerse en función de un “filtro” como el crecimiento del PIB, para ver si “realmente el esfuerzo es suyo o de la coyuntura...” en el caso de los gerentes, su “bonus” no debería depender de cómo evolucione el precio de las acciones de su empresa sino, por ejemplo, de cómo evolucione ese valor con respecto al resto de empresas de su sector. Lo que Holmström pide es, en definitiva, que los incentivos se establezcan de manera que permitan estar relacionados con el esfuerzo particular de cada trabajador. Es verdad que sistemas como el de “dirección por objetivos” (DpO) supusieron, hace ya más de sesenta años, un avance clave en este campo, pero cuando los objetivos intermedios o parciales (los KPI's) no están “convenientemente alineados” con el de “rentabilidad de los capitales empleados sobre el coste de oportunidad a medio plazo” pueden colisionar gravemente con el interés del “principal”.

Hay que reconocer, así mismo, que una simultánea optimización en el reparto de riesgos implica una cierta conflictividad entre esos objetivos parciales. La asignación óptima supondría que “el principal” asumiese todo el riesgo y por ello percibiese los “beneficios del capital” y que el agente recibiese, “a cambio de su menor beneficio en relación a su esfuerzo real”, un salario estable. Pero esta solución es insuficiente como estímulo para “el agente” ya que su rendimiento no influiría en su remuneración. Esto significa que los contratos orientados a incentivar por resultados siempre deben hacerse en forma de compromiso para repartir resultados y riesgos. También hay que tener en cuenta que en la eficacia de los incentivos influye mucho la cultura. En los países asiáticos, por ejemplo, es difícil dar incentivos individuales y destacar a una persona frente a sus compañeros, porque se le avergüenza. Los modelos de “management”, muchas veces, están desarrollados para ser aplicados fronteras adentro de algunos países y cuesta llevarlos a la realidad en otros.

- 2-. Control directo del comportamiento del agente. Ello implica el acordar un gran número de normas de conducta y de acciones de plena observancia, sancionándose al agente en caso de incumplimiento. La “teoría de la agencia” dice que esta posibilidad es sólo realizable con limitaciones, pues exige un gran caudal de información a recibir por “el principal” y no sería posible hacerlo en condiciones de complejidad medio



alta de las tareas a desempeñar. Además, la implementación de tales controles directos, cuando son exhaustivos y "dictatoriales", afectan psicológicamente el desempeño de las personas. Henry Fayol dijo que "El objetivo de la organización consiste en conseguir que se haga el trabajo". Es decir, que su objetivo tiene que ser que "las personas sean eficaces y sus debilidades irrelevantes". La respuesta a esto ha variado en el tiempo y constituye todo el armazón del "management" moderno y de los sistemas de liderazgo de las empresas. En un primer tiempo la respuesta la dieron las ideas tayloristas aplicadas al inicio del siglo XX. Frederick Taylor creía que "La organización del trabajo debía ser científica, no discrecional". Por ello abogaba por implantar cuestiones tales como:

- Maquinas instaladas con criterios funcionales o juntas a igual operación.
- Operarios agrupados de acuerdo con esa misma lógica (a causa de su diferente y menguado nivel técnico y cultural)
- Análisis de tareas, operaciones y "gestos elementales" para sacar un "tiempo científico" de producción de las mismas y del conjunto de las tareas.
- El operario no pone el método ni lo varía, este es solo objeto de trabajo de "los ingenieros de métodos y movimientos"
- Un jefe especialista por cada taller o sección o grupo reducido de empleados
- Montaje final y fabricación previa de las piezas, separadas en lugar y tiempo
- Concepción de la motivación de las personas bajo una óptica que luego recogería la "teoría X" de McGregor:
  - A nadie le gusta trabajar...
  - Todos necesitamos una supervisión próxima...
  - Tenemos tendencia a la desidia y a la pereza...

Por tanto, solo si somos estimulados y puestos en tensión bajo una óptica de "palo y zanahoria" se consiguen, según Taylor, buenos resultados... Lógicamente, las citadas ideas de Taylor han resultado inaplicables a largo plazo. Su éxito inicial hay que verlo dentro de un contexto de técnicas de fabricación que eran complejas, comparadas con las del siglo XIX, pero aun abarcables dentro de una ingeniería de producción bastante simple y que tuvieron su lógica en el empleo de unos trabajadores, muchos de ellos emigrantes recién llegados a Estados Unidos, sin formación industrial, con muy bajo nivel educativo y con bastante desconocimiento del idioma inglés, por lo que a esa "organización" hay que reconocerle que, en esas condiciones "infraestructurales", sí tuvo su razón de ser, pero bajo ese solo prisma de eficacia temporal y fuera de toda consideración de alienaciones de la persona humana o de anulación de su creatividad y espíritu colaborativo. Es precisamente en este marginar a las capacidades de la persona donde estuvo el germen de lo que debía ser su fin, salvo en el caso de regímenes dictatoriales extremos. (Utilización de trabajadores cuasi





esclavizados en la Alemania nazi y en el caso de la extinta URSS, en la que no hay que ver como una simple curiosidad o anécdota, el que Lenin buscase que se tradujese al ruso y se difundiese ampliamente el libro de Taylor).

Como decimos, las ideas de Taylor significaron grandes éxitos de producción en los años veinte del siglo pasado por su utilización en las cadenas de trabajo, como en el caso de la empresa Ford, pero perdieron influjo cuando los consumidores, ejerciendo su libertad y contando con un poder adquisitivo mayor, buscaron no tanto un producto unificado e igualitario (el FORD "modelo T" siempre negro y cuadrado), producible a coste mínimo eso sí, pero no con atributos de diferenciación y representación. (El ejemplo contrario fueron los automóviles "segmentados" en precio, apariencia, atributos y diseños diferentes, lanzados por las distintas empresas y marcas de la "General Motors"). El que Alfred Sloan, el gran "manager" de la General Motors, fuese el campeón de la aplicación de las ideas de Peter Drucker, un economista austríaco, no fue pura coincidencia y las mismas contrastan totalmente con las ideas taylorianas. He aquí los supuestos incorporados por la DpO de Drucker desde el final de los años cuarenta e inicio de los cincuenta del siglo XX:

- Dirigir es delegar dando autonomía de acción pero quedando responsable de que el objetivo de conjunto sea alcanzado.
  - Dirigir es clarificar las misiones de los responsables, fijar objetivos con ellos, (coherentes con los de la empresa en su conjunto) y evaluar sus resultados, identificando posibilidades de mejora.
  - La cantidad, la calidad, el plazo y el coste de sus aportaciones (incluido el "coste del capital empleado") es lo que importa en el juicio de un directivo.
  - Dirigir por objetivos es apostar por una concepción de la motivación de las personas en el trabajo tal, que acepta que las mismas prefieren ser juzgadas por sus logros y resultados y que no precisan de una dirección continuada en los detalles.
- 3-. Mejora del sistema de información del "principal" sobre su "agente". Algunos han visto a esos planteamientos de la DpO del punto anterior como algo "naif" por juzgar demasiado ingenuamente la naturaleza colaborativa de los directivos. Pero, abundando en favor de los planteamiento más en línea con la DpO, Eugene fama, a quien ya hemos seguido antes, dice que el delegar no está ausente del "tener bajo control" y que no deben desdeñarse esos mecanismos de control que se deben poner en pie. En cualquier caso, para Eugene Fama lo importante es que directivos y aportadores de financiación no se encuentren en una situación de "riesgo moral": si la sanción del mercado no se acaba por dar o no existe en el horizonte (por ejemplo, si la quiebra no es la "pena suprema" para unos y no se da el descrédito de su actuación gerencial para los otros) porque los poderes públicos se sabe que estarán detrás para no dejar caer la empresa, todo acabara por ir mal para los más débiles y para el conjunto de la sociedad en que la empresa está inmersa.

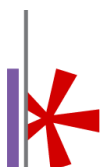


Al hacer más transparente lo que de otra manera continuaría siendo "opaco", en lo que concierne a la actividad del "agente", se reducen ciertamente las tentaciones de comportamientos oportunistas por parte de este. Pero ya hemos visto que tales sistemas de información y control suponen "costes de agencia". La solución práctica más usual en las firmas para implantar un mecanismo de control es el recurso al "Board of Directors" (USA), o el "Ausichtsrat" (Consejo de Supervisión en Alemania) o el "conseil de surveillance" en Francia y a los que, en cierto grado solamente, equivale el conocido "consejo de administración" de nuestro ordenamiento mercantil en España. Tales "comités" tienen la función de supervisar, en interés de los propietarios o accionistas, el comportamiento de la gerencia o reservarse ciertas tomas de decisión sobre iniciativas con mayor riesgo, o la aprobación explícita de medidas de este tipo, así como el nombramiento de los altos directivos. Pero hay que tener en cuenta, como también señala el economista Eugene Fama, que toda decisión de inversión implica un proceso en el que se pueden distinguir cuatro etapas:

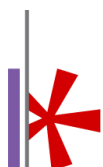
- Iniciativa. Presentación de proyectos o de "business case" definiendo "los contratos especiales" a que esa asignación dará lugar.
- Elección y ratificación. Decisión de a qué proyectos se asignan unas disponibilidades limitadas haciéndolo en función del juicio sobre riesgos y expectativas de rentabilidad.
- Implementación de los proyectos aprobados. Toma de decisiones y realización de las actividades de cada proyecto.
- Vigilancia. Control final de los resultados obtenidos con una continua y previa "puesta bajo control" de los desarrollos a lo largo de la ejecución.

En la empresa capitalista tradicional esas cuatro etapas estaban concentradas en un solo "role". En las corporaciones actuales se observa que la primera y la tercera etapas se agrupan en la gerencia y el staff de directivos y la segunda y cuarta en otro tipo de personas. La razón de ello es que es mucho más eficaz hacerlo así. Para las funciones de iniciativa e implementación de la inversión, la delegación, descentralización de decisiones y la toma de medidas correctoras rápidas por parte de los directivos es lo más adecuado. Hoy, además, la empresa característica del inicio o mediados del siglo XX es demasiado onerosa en lo que respecta a los costos administrativos y excesivamente lenta e inflexible para adaptarse a los cambios del mercado. Ni siquiera los administradores de primer nivel tienen el monopolio de la sabiduría y los trabajadores que deben poner en práctica la estrategia o los proyectos de inversión tienen suficiente contacto directo con consumidores y mercados. Por ello es tan importante el que el propietario ceda ese role pues una organización exitosa necesita un flujo constante de señales de mercado que llegue a todas partes, y no sólo de arriba hacia abajo. Si se le niega a los trabajadores, empleados medios y mandos, este tipo de información, la empresa deja de aprender.

Otra cosa es el tema del control, en especial porque siempre se plantea la eterna pregunta: "¿quién controla a los controladores? Si los que ejercen esos poderes



tienen la mayoría de la propiedad, en parte el problema quedaría resuelto pero esos consejos montados con presencias diversas, como en el caso de la "cogestión", especialmente en el modelo alemán, hay que decir que no han sido todo lo eficaces que se pensó serían (En realidad fueron una de las medidas anexas al espíritu "ordo-liberal" o "neoliberal" del fin de la segunda guerra mundial para dar entrada a la parte social en el control de la empresa y al que se le dieron parabienes por pensar que tendrían su influencia en la "paz social"). El problema se complica cuando empleados y directivos son a la vez agentes y principal en una cadena jerárquica arborescente y ramificada, donde el "clientelismo" y la obediencia debida se reencuentran. Pensemos, por ejemplo, en las empresas adquiridas por su directivos y empleados mediante una operación de "*management by out*", normalmente con amplia cantidad de deuda. El manager que deviene presidente tiene un poder absoluto y sus subordinados tienen difícil el rebatir sus opiniones o el oponerse a sus decisiones, incluso dentro de un consejo de administración o de vigilancia, ya que los miembros de este consejo siempre acaban por ser nombrados (o manipulados) por cooptación por el presidente y su grupo de consejeros afines.



## CONCLUSIONES

1-. **Es absolutamente necesario abandonar la creencia de que puede haber una forma ideal de empresa.** La realidad es que existen muchas y cada una adaptada a las circunstancias de espacio y tiempo y dotadas de organizaciones variadas. Solo la sanción del éxito a posteriori, puede decirnos hasta qué punto una forma empresarial ha contribuido en mayor o menor medida a dicho éxito.

2-. **Papel clave del mercado de valores.** En el mismo es donde se puede entrar y salir del accionariado de una empresa. Por su labor de corrección a la baja de las cotizaciones resuelve el problema de control-sanción de los directivos a la vez que es un instrumento de limitación de los riesgos, por las posibilidades de inversión diversificada que representa. El mercado de valores realiza esas tareas sin poner en entredicho el principio fundamental de la propiedad y la libre empresa. Si no existe tal mercado, o no resulta ser suficientemente "fluido" por cortapisas gubernamentales, más protegidos se sentirán los directivos pues no hay sanción clara y relativamente rápida a su falta de rentabilidad ( $Roce > WACC$  o CAPM)<sup>1</sup>, por las dificultades que tiene los propietarios por "irse de la empresa". Por ello en la PYMES. cuanto más los accionistas puedan acceder a un mercado secundario, en el que puedan intercambiar sus participaciones, más fácilmente desarrollaran sus empresas y las harán crecer.

3-. **La libre transferencia de acciones o participaciones y la libertad contractual constituyen la característica del derecho de propiedad dentro de una empresa.** Los complejos mecanismos de esta son el fruto espontáneo de una serie de iniciativas y experiencias individuales decantadas en una infinidad de repeticiones de actos de prueba y error que han dado lugar a unas organizaciones cada vez más eficaces y en continuo perfeccionamiento. Por ello los métodos de gestión y de control no son únicos y varían constantemente. Solo partiendo de la propiedad privada llegamos a que por los intereses individuales el control de los recursos vuelve a aquellos que están más capacitados para sacarles el rendimiento adecuado. Es ahí donde se reencuentran el que tiene una idea (empresario puro) y quien tiene capacidad de financiarla. El primero puede dar argumentos al segundo de una mayor rentabilidad que la que le da su colocación actual de esos fondos y el segundo ver y juzgar riesgos y rentabilidades.

4-. **La empresa no es una sociedad política en la que cabe el recurso a la democracia.** En la empresa se entra por contrato o adhesión y no caben comportamientos asamblearios. Uno debe poder ser libre de dejarla, claro está, aunque ello siempre llevará aparejado a un costo para ambas partes. Muy pocos podríamos subsistir sin pertenecer hoy en día a una empresa. A la empresa hay que verla como una emanación de la sociedad civil, una creación temporal de una asociación de derecho privado con un objetivo limitado, que solo debe seguir viva

---

<sup>1</sup> Ver apéndice al final de este tema

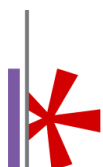


si aporta valor añadido en competencia con otras muchas empresas. Es verdad que la empresa puede ser también caracterizada como un lugar de encuentro pues, hasta cierto punto, es una relación dialéctica entre muchos intereses, como muestra la figura del cuadro 1, donde unos aportan tesis y reciben contrapropuestas antitéticas, pero donde la negociación en el ámbito interno y el mecanismo de los precios en el externo acaban por dar una síntesis.

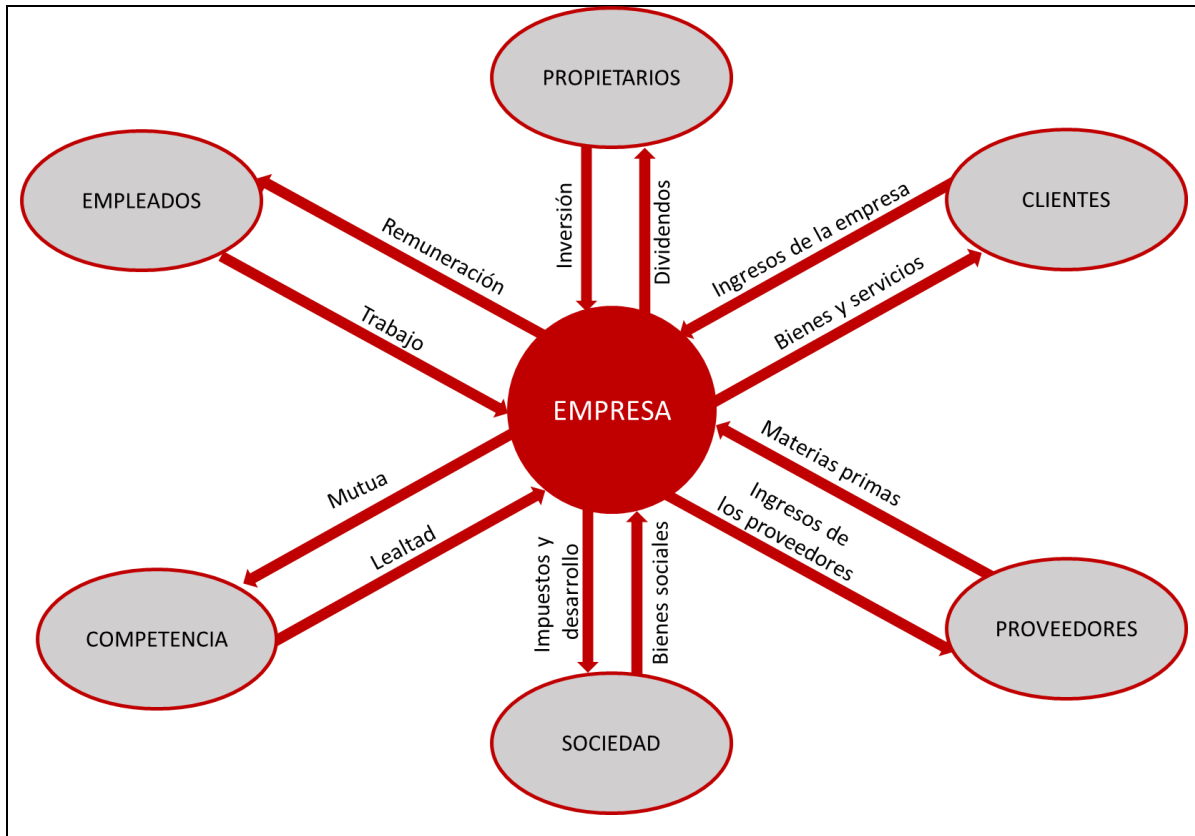
**5-. Los que se asocian en empresas lo hacen por estar convencidos de que así pueden resolver mejor los problemas de rentabilidad y abordaje de riesgos.** La ventaja de utilizar la empresa no solo está en que por medio de ella producir sale menos caro, sino también en que puede conseguirse mayor cantidad de producto más eficientemente y porque también es un mecanismo de selección de competencias económicas.

**6-. La función de los contratos es la de hacer posible la colaboración de principal y agente reduciendo las incertidumbres** que aparecen cuando varios seres humanos deciden colaborar con una finalidad económica. Las ventajas indudables están en que un contrato se acepta o se rechaza, se puede negociar y volver a renegociar en su caso.

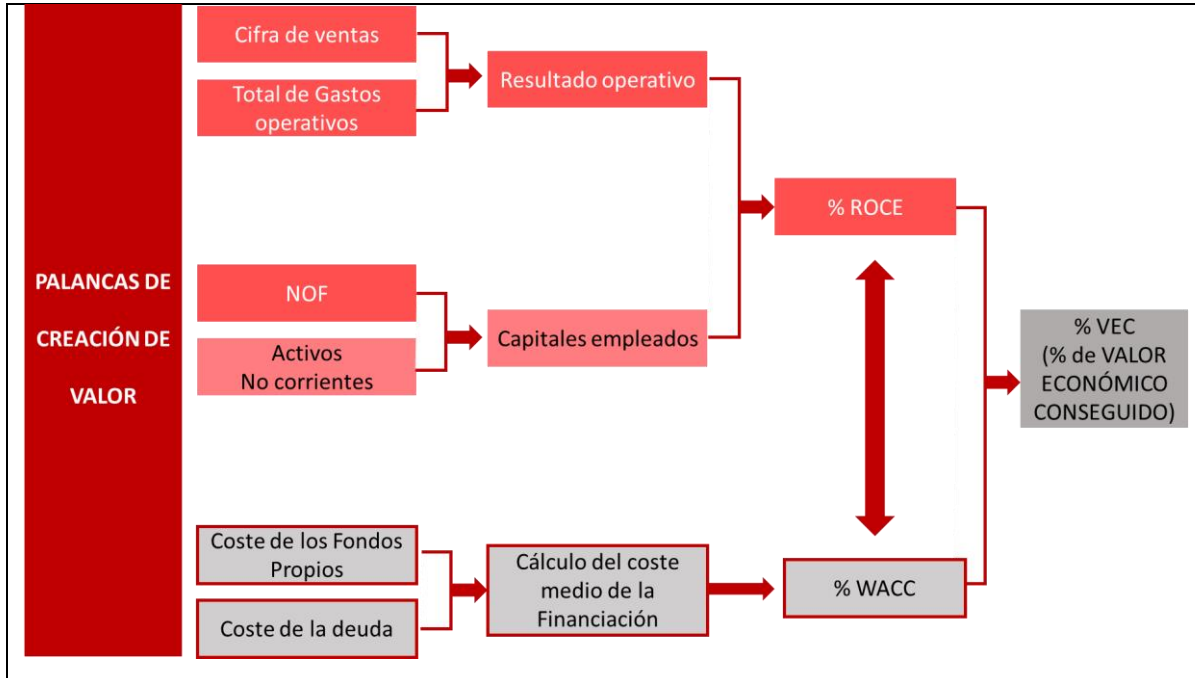
**7-. Respecto al control que puede ejercer el principal sobre el agente.** Hemos visto como la regla de oro va a terminar siendo la de la responsabilidad de cada cual. El propietario va a delegar en un agente el conseguir “hacer negocios” y añade este riesgo de delegación, con su costes inherentes, a los demás riesgos. Lo hace porque la alternativa no le es siempre factible, por no disponer de conocimientos, no poder abarcar las complejidades de una gran corporación o buscar el simple diversificar su inversión. En tanto en cuanto su “voto” en el mercado de valores puede suponer una posibilidad de sanción, su agente estará atento a buscar el objetivo de rentabilidad compatible con la rentabilidad alternativa del mercado. El capitalista pierde poder en términos puros pero lo acepta por ser el modo mejor de conseguir sus objetivos. Ello lo realiza haciéndole patente al agente cuales son los mecanismos de control, reservándose para ello, en su caso, ciertas facultades de aprobación y decisión y dejando claramente establecidas cuales son “las palancas” que marcan la creación de valor. (Tal y como muestran los cuadros 3 y 4). En la relación con el agente busca que él mismo las conozca y las exija a todos los integrantes de la empresa pues, para el propietario que delega ese poder, es clave que el proceso de toma de decisión este diseñado para que los empleados piensen y actúen como empresarios.



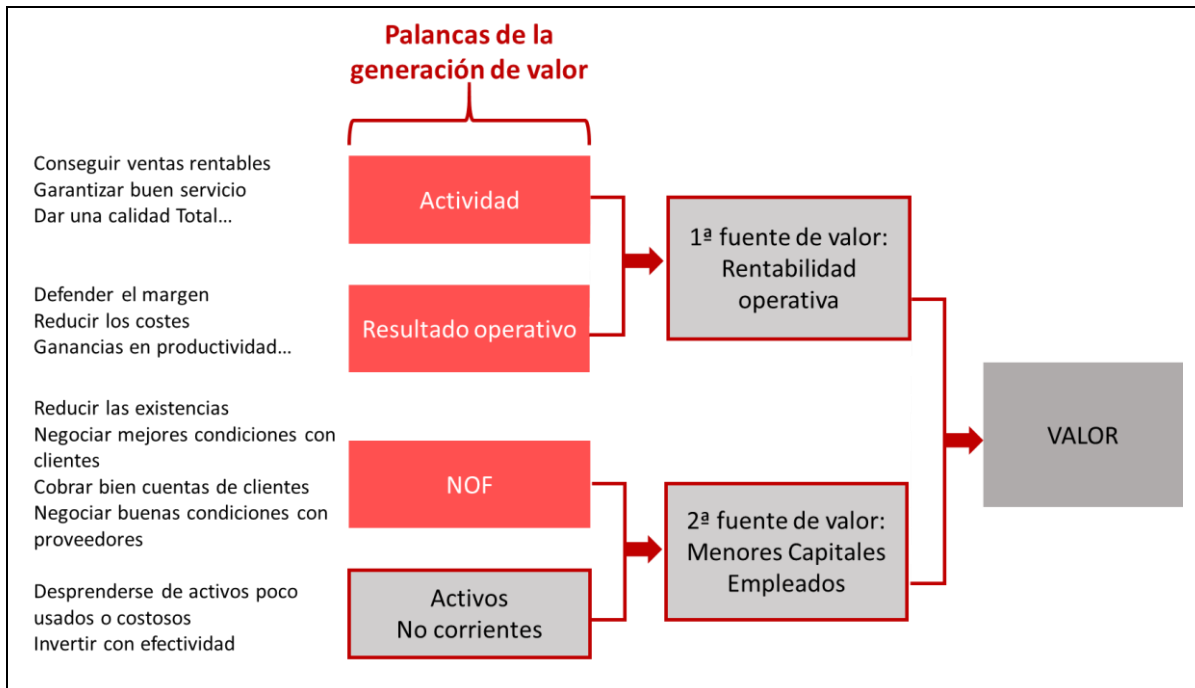
Cuadro 1. La empresa. ¿constelación de intereses?



**Cuadro 2. Una manera de resumir las diferentes fuentes de creación de valor**



**Cuadro 3. Cada uno debe saber encontrar su lugar en la creación de valor**





**Cuestiones para facilitar el seguimiento, el aprendizaje y el “repaso” del texto.**

1)- *La actividad empresarial según Kirzner se clasifica en tres tipos:*

- Arbitraje,
- Especulación e
- Innovación

Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

2)- *El mercado coordina las decisiones entre empresas, pero parece que poco o nada dentro de cada una de ellas. Fuera de la empresa, mercado y precios son la norma, dentro de la empresa solo existe la autoridad del empresario...¡?! Este es un tema que por ello parece muy contradictorio... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.*

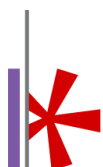
3)- *Hay que admitir la idea del “empresario puro” por dos motivos ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.*

4)- *Para “el principal”, la ventaja consiste en poder aprovecharse de las competencias y del “saber hacer”, así como del dominio de informaciones de gestión, que posee “el agente”. Pero al mismo tiempo, esa delegación origina un problema de asimetría... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.*

5)- *De acuerdo con el premio nobel Holmström, deberíamos hacer depender la remuneración variable de magnitudes que “contengan poco ruido”... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.*

6)- *La función de los contratos es la de hacer posible la colaboración de principal y agente reduciendo las incertidumbres... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.*

7)- *La conducta optimizadora del agente económico de la teoría microeconomía neoclásica, no considera la tarea de identificación de los mejores cursos de acción y de los medios idóneos para alcanzarlos. Por ello... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas*



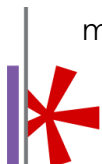
**Palabras y frases claves a tener en cuenta especialmente y a entender bien su significado.**

- Empresa
- Empresario
- Principal
- Agente
- “teoría de la firma”
- Contratos y “teoría de los contratos”
- Asimetría de información entre principal y agente
- Estímulos y remuneración variable del agente
- “Costes de agencia”
- Postulados del taylorismo
- Principios de una DpO
- ROCE vs WACC
- Medidas de “ajuste” para “disciplinar” la conducta del “agente”

#### **Apéndice explicativo. Los conceptos: Capital Empleado, ROCE, WACC, CAPM**

**Capitales empleados:** Están constituidos por los activos no corrientes más las NOF (“*working capital requirements*”). Es “la inversión” que se ha utilizado por término medio en un ejercicio por las direcciones operativas para crear, producir, gastar y vender logrando con ello un determinado EBITDA.

**CAPM** (“*capital assets pricing model*”). En la terminología francesa se le conoce como “MEDAF” (*Modèle d'équilibre des actif financiers*). Representa el % de tasa de coste de oportunidad de los fondos propios o Patrimonio Neto (“*Equity*”). A esta tasa porcentual es a la que los accionistas tienden a compararse cuando conocen el % de “rentabilidad financiera” que han obtenido en una empresa. Se obtiene por medio de una fórmula en la que se tiene en cuenta el rendimiento de la renta fija más el diferencial en renta variable (o expresión del “riesgo de un mercado” = “prima de riesgo” sobre la inversión “segura”), pero este diferencial se multiplica por un valor, conocido como “factor beta”, que informa de cuanto representa el diferencial de rendimiento del propio valor y el del mercado, es decir, la “volatilidad” del rendimiento del propio valor sobre el % medio de rentabilidad del mercado. (Técnicamente es el cociente de la división entre, por un lado, la



covarianza de las rentabilidades históricas del activo de que se trate y las del mercado de referencia (IBEX35, EUROSTOXX50, etc.) y, por el otro (divisor), la varianza de las diferentes tasas de rentabilidad obtenidas por el valor de referencia en igual periodo. (Si es un título no cotizado se toman las medias de los valores de su sector). La fórmula de cálculo es:

$$\text{CAPM} = \%R_f + [(\% \text{diferencial entre } R_f \text{ y } R_v) * \% \text{Beta}]$$

Ejemplo: Si supusiéramos que la renta fija "sin riesgo" ha dado una rentabilidad media en el año del 4% y que la renta variable ha mantenido un diferencia de rendimiento superior a la deuda pública de 5 veces y que somos una empresa de un sector cuyas reacciones en bolsa suponen variabilidad con respecto a la media de los valores del IBEX o EUROSTOXX50 tal que su Beta valiese 1,2. El CAPM sería:  $4\% + (5\% * 1,2) = 10\%$ .

**WACC** ("Weighted average cost of capital"). Tasa en % para saber del coste medio ponderado de todos los recursos del pasivo y del patrimonio neto. Es la tasa media ponderada que representa sintéticamente el coste de las diferentes partidas del "pasivo total" (deuda financiera más patrimonio neto). Es la tasa que se utilizara para evaluar la rentabilidad de los activos (de ahí su nombre) o para juzgar la rentabilidad de un nuevo proyecto de inversión. Esto es así por la adopción del criterio que considera a las financiaciones de la empresa (propias y ajenas) como un todo inseparable. ("Capital" se entiende aquí en sentido anglosajón: todo el activo existente en el balance o bien ese activo deducidos los saldos de proveedores y acreedores no financieros)

A la hora de su cálculo, para los fondos propios (patrimonio neto) se utiliza una tasa de oportunidad normalmente bajo la fórmula del CAPM ("capital assets pricing model") y para las deudas la tasa media de interés que corresponda. Estas tasas de interés, antes de aplicarlas al cálculo del WACC, se corrigen con el tipo impositivo del impuesto de sociedades para que estén en el mismo plano de igualdad con la tasa de rendimiento esperado por los accionistas. En puridad siempre los fondos propios y las deudas se entienden a valor de mercado (las acciones en bolsa y los bonos de deuda lo mismo), los préstamos se valoran en función de la corrección por el estado de las tasas variables o fijas y los plazos de amortización.

Un ejemplo solo a efectos de comprensión para hacerlo fácil de seguir figura a continuación. (Suponemos que los fondos propios, capital y reservas, tienen un coste de oportunidad medido por una tasa de "CAPM", del 10% y que los préstamos a largo plazo y los créditos a corto plazo tienen una tasa media del 6% ya después de



impuestos y que despreciamos el coste de la financiación de proveedores por pasar estas partidas al activo con signo menso a los efectos de que los capitales empleados sean netos (solo los activos no corrientes y las NOF)

ACTIVO		PASIVO		% de coste	COSTE POND.
INMOVILIZADO	500,00 €	CAPITAL	500,00 €	10%	50,00 €
ESTOCKS	600,00 €	RESERVAS	150,00 €	10%	15,00 €
CLIENTES	300,00 €	DLP	250,00 €	6%	15,00 €
OTROS DEUD.	90,00 €	PROVEEDORES	580,00 €	0%	- €
DISPONIBLE	10,00 €	CUENTAS CRDTO.	20,00 €	5%	1,00 €
	1.500,00 €		1.500,00 €	<b>"WACC"</b> <b>5,40%</b>	<b>= 81 €/1.500 € =</b> <b>5,40%</b>

Es decir, cualquier cantidad que tengamos en el activo del balance "cuesta", en el ejemplo, un 5,4% o debe ser considerada como "obligada" a (capaz de) producir una tasa de rentabilidad superior a esa tasa media de coste financiero del pasivo. (O bien que la rentabilidad debe ser superior a esa tasa si lo que se quiere es invertir "ex-novo" ya sea en inmovilizado o en circulante). Por esta razón, en una deuda con un cliente que decidimos aplazar para facilitar su cobro debemos considerar que el % de interés por mora a aplicar debería ser superior a ese 5,4%. (No obstante, por ley se fija cada año el % de interés aplicable en estos casos y hay que añadir que muchas veces es preferible un acuerdo por bajo de ese "% WACC" o incluso del % legal con tal de "cerrar" o "asegurar" un cobro moroso)

**Rentabilidad económica o ROCE:** Es el ratio entre el EBIT sin impuestos (NOPAT en la terminología anglosajona) y los capitales empleados. Se le compara con el WACC para saber de la creación de valor.

