

Teoría de la Agencia: evidencia empírica en firmas uruguayas*

• NATALIA MANASLISKI, LUIS VARELA**

Universidad de la República

RESUMEN

El objetivo principal de la presente publicación es explorar y analizar cómo resuelven las relaciones de agencia y asumen sus costos las empresas uruguayas bajo los supuestos de la Teoría de la Agencia.

Para ello, luego de considerar el trabajo base de Jensen y Meckling, la literatura internacional respectiva y la visión previa de la realidad local, se definen una serie de hipótesis que serán puestas a contrastación en base a los resultados de entrevistas no estructuradas, siguiendo una metodología de investigación cualitativa, considerada la mejor alternativa para nuestro propósito.

En base a los resultados, se presentan recomendaciones para ayudar a obtener o lograr un mejor sistema que permita reducir los costos de agencia durante la vida de las empresas.

Por lo tanto, los resultados indican la conveniencia de buscar y obtener una mejor gestión de los costos de agencia para poder salvaguardar los intereses de los *stakeholders*. Este trabajo aporta una visión prospectiva del estado actual en nuestro país de los conflictos y costos de agencia.

Palabras clave: costos de agencia, investigación cualitativa, *stakeholders*.

ABSTRACT

The main purpose of this paper is to explore and analyze how to solve the agency relationships and how to assume the agency costs in the uruguayan firms, everything under the arguments of the Agency Theory.

In order to do this, after the revision of the seminal paper about the research (Jensen–Meckling) corresponding international literature and the our previous knowledge of the local reality, we define and formulate a set of hypotheses to be tested with a sample group of non structural interviews, under qualitative techniques, considered the best alternative for the purpose on hand.

Consequently, we present a list of empirical suggestions to develop a better system to reduce the agency costs in the firm's life.

Therefore, we can affirm the convenience of looking for a better management of the agency costs, to safeguard the stakeholders wealth. This paper provides a prospective overview of the “state of art” in the agency costs Uruguayan treatment.

Keywords: agency costs, qualitative techniques, *stakeholders*.

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas, independientemente del carácter de las mismas, conviven en forma cotidiana con conflictos de intereses

entre los diversos actores, ya sean propietarios, funcionarios de rango, acreedores, proveedores, etc., los que son sobrellevados, gestionados o administrados activa o pasivamente con los corres-

* El presente artículo es una síntesis de la tesis final para la obtención del MBA y MF de los autores otorgado por la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República en octubre de 2008, bajo la tutoría del Dr. Ricardo Pascale.

** Autores del trabajo: Natalia Manasliski, Contadora Pública (Udelar), Master en Gerencia y Administración (MBA) con concentración en Finanzas (Udelar); y Luis Varela, Contador Público, (Udelar). Analista Económico (Universidad ORT), Master en Administración de Empresas (MBA) (Udelar), Master en Finanzas (MF) (Udelar).



pondientes costos implícitos y explícitos a asumir.

La Teoría de la Agencia trata de ofrecer un modelo explicativo de las relaciones y demás elementos que caracterizan aquellas situaciones que precisamente evidencian conflictos de agencia, generados básicamente por la separación entre propiedad y control y las asimetrías de información en las relaciones.

Se habla de **situación o contrato de agencia** en la medida que *una persona -Principal- entrega a otra -Agente- la gestión de una actividad económica, otorgándole determinada autonomía -explícita o implícita- en la toma de decisiones y aceptando el agente actuar conforme a los intereses del principal.*

La Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976) constata que en general existe una **falta de concordancia de intereses entre principal y agente**, debido a que el principal está interesado en que sea máximo el producto, utilidad o beneficios de la empresa -la maximización de los ingresos del principal-, mientras que el agente estará intere-

sado en maximizar su renta personal -monetaria y no monetaria-.

Existe otra situación que se verifica asiduamente en las empresas y que es generadora de altos costos de agencia que se da cuando ante dos posiciones diferentes -ejemplo, dos opciones de inversión planteadas por dos gerencias funcionales-, para evitar que se desencadene un conflicto, la firma termina presentando una tercera opción y optando por la misma que termina siendo la peor alternativa, generando de esta manera un alto costo de agencia.

Es en este marco que se estudiará la situación de los conflictos de agencia en la realidad de las empresas uruguayas, buscando aportes preliminares que permitan arrojar luz sobre el asunto, dado que el mismo en nuestro país ha merecido hasta el momento insuficientes desarrollos.

Se parte de la base del silogismo que define que para cada objetivo se deberá tener un método, en este caso, para realizar una investigación, la pregunta **investigativa:**

¿Las empresas que operan en Uruguay, en base a sus características particulares: de qué forma identifican y gestionan los conflictos de agencia y asumen sus costos asociados?

La pregunta inicial refiere a empresas que en la actualidad desarrollan sus actividades en Uruguay, y se tratará de evaluar el abordaje que las mismas hacen -o no-, de la gestión de sus costos de agencia.

El agente, buscará maximizar su renta personal -monetaria y no monetaria- a la vez que tenderá a optimizar los resultados de aquellas variables sobre las cuales interpreta que el principal mide su gestión.

Es decir, siempre existirá una diferencia entre el resultado óptimo -el máximo posible a los ojos del principal- y el resultado efectivo obtenido como fruto de la gestión del agente. La razón del *gap* derivado de la delegación de funciones y responsabilidades se genera en forma legítima en virtud que el esfuerzo dedicado por el agente es inferior al que aplicaría el principal, en la medida que no hayan mecanismos que hagan que el agente tienda a identificar los intereses del principal y los priorice.

Michael Jensen dice que *“el agente perfecto es aquel individuo que toma decisiones sin tener en cuenta sus propias preferencias, sino las del principal”*.

En la medida que el tema en cuestión es de carácter social, el método de investigación seleccionado fue el cualitativo y la técnica utilizada para el trabajo de campo fue la entrevista semiestructurada.

2. HIPÓTESIS DE TRABAJO

Se buscará demostrar que *“dadas determinadas características de las empresas uruguayas, las mismas asumen determinados costos como consecuencia de los problemas de agencia en los que se ven afectadas”*.

A continuación se explicita un cuerpo de hipótesis a contrastar para cada tipo de conflicto:

Hipótesis de conflictos.

Tipo 1: Conflictos entre accionistas y gerentes:

HT1.1 *A mayor nivel de deuda -hasta un grado razonable que no genere riesgos de ingreso en FD-, la misma opera como factor mitigante de conflictos de agencia.*

HT1.2 *Generar incentivos variables a gerentes puede permitir alinear en mejor medida los intereses de ambas partes, focalizándose éstos detrás de los mejores resultados para la firma en su conjunto, considerando un marco temporal que brinde sustentabilidad en el largo plazo.*

Hipótesis de conflictos.

Tipo 2: Conflictos entre accionistas y acreedores:

HT2.1 *La participación de accionistas minoritarios genera efectos de autocontrol y opera como regulador de equilibrio a bajo costo de las partes, que permite reducir costos de agencia.*

HT2.2 *Tener prácticas de gobierno corporativo opera en un sentido positivo como factor de reducción de costos de agencia.*

HT2.3 *Cuando se verifican conflictos de agencia se deberá considerar principalmente la realidad comercial, económica y financiera de la empresa y en menor medida aspectos formales y legales.*

3. LA RELACIÓN PRINCIPAL-AGENTE

El objetivo de la teoría de la agencia es mostrar cómo las empresas difícilmente se comportan de manera que maximicen su valor, que, como se recuerda, es el postulado original y básico de las finanzas.

Generalmente, el principal no conoce normalmente el grado de esfuerzo real ni de acierto o eficacia de la gestión del agente, sino solamente el resultado final que se deriva de ésta, operando la relación principal-agente en una suerte de “caja negra” donde el resultado percibido o *“output”* puede verse afectado por diversos factores, verificándose “riesgo moral”, en la medida que independientemente de las acciones del agente, el resultado final se encuentra influido por factores exógenos no controlables por el agente y desconocidos por el principal; tendiendo el agente a justificar un mal resultado aduciendo circunstancias exógenas desfavorables, sin poder discernir el principal respecto a la veracidad de la misma, lo que redundará en mayor discrecionalidad en el agente, que permitiría perseguir objetivos propios en detrimento de menor beneficio para el principal.

Las relaciones principal-agente no se generan en la parte alta de la pirámide de una empresa, sino que trascienden a la misma y permean todas las relaciones jerárquicas que se verifican en una firma donde exista delegación de responsabilidades o descentralización de decisiones.

• Conflictos entre accionistas -propietarios- y directores-administradores

Estos conflictos provienen de la separación de propiedad y control, de las asimetrías de información entre las partes y de los diferentes derechos que tie-



nen accionistas y gerentes sobre los resultados de la firma.

Esta clase de conflictos, en la literatura ha sido tratada de manera continua, distinguiendo los aportes de algunos autores en mecanismos de reducción o atenuación de los niveles de conflicto.

Jensen y Meckling (1976), establecen que los gerentes que posean acciones de la firma, ante un aumento en el nivel de deuda, ganarían participación relativa en el capital de la firma y por ende en las ganancias que surjan, reduciendo asimismo los incentivos de utilizar fondos de la firma en beneficio propio y disminuyendo los niveles de *free cash flow* en la medida en que tendrán repagos de deuda comprometida. En firmas con capacidad de generar grandes excedentes de caja y con escasas oportunidades de crecimiento, este conflicto se acentúa, por lo que es recomendable lograr un mayor apalancamiento para evitar el mal uso o ineficiencias en el manejo de los fondos.

Grossman y Hart (1982), analizan la alternativa de tomar deuda para mitigar este costo desde una perspectiva en donde el *financial distress* es costoso para los gerentes, en términos de reputación, beneficios, estabilidad laboral, por lo que tomar deuda puede generar mayor compromiso productivo en la gestión eficiente de la firma para evitar el *financial distress*.

Los gerentes de empresas altamente endeudadas están menos posibilitados de consumir “*perquisites*” dado el gran monitoreo que llevan a cabo quienes prestan a la empresa, ampliado en la medida que no existan activos garantizables.

Harris y Raviv (1991), plantean el conflicto a nivel de la decisión operativa de liquidar la firma o mantener la actividad, siendo en particular los gerentes quienes generalmente desean continuar con las actividades, no siendo la salida preferida a nivel de los accionistas. La deuda mitiga el problema, ya que da a los acreedores la opción de forzar la liquidación si resulta que los flujos de caja de la empresa son muy bajos como para hacer frente a los compromisos, lo que conduce a mejores prácticas de los directivos.

Stulz (1991), considera que el costo de tomar deuda -aun asumiendo que aumentar la deuda reduce el FCF en manos de gerentes- puede terminar por eliminar completamente los fondos disponibles para oportunidades de inversión rentables que surjan en la firma -flujos comprometidos para intereses y repagos de capital por la deuda contraída-, lo que generaría escenarios de subinversión, generándose un *trade off* entre prevenir inversiones con VPN negativo y el costo de no poder asumir proyectos con VPN positivo.

• Conflictos entre accionistas -propietarios- y acreedores

Las limitaciones de las cláusulas de los contratos de deuda o préstamo pueden motivar a los accionistas a tomar decisiones subóptimas -en el sentido de no maximizar el valor de la empresa-, ya sea por aceptar riesgos importantes, invertir de manera insuficiente o explotar el derecho de propiedad en forma exacerbada -por ejemplo, realizar pagos considerables de dividendos en situaciones de dificultades financieras-. Estas tentaciones, por llamarlas de alguna manera, que sienten los accionistas, se ven amplificadas en su probabilidad en la medida que se verifique un alto nivel de endeudamiento que pueda conllevar a *financial distress*.

A los acreedores no les resultará singularmente atractivo el hecho de que los accionistas decidan incursionar en proyectos altamente riesgosos -VPN negativo incluso-, debido a que los mismos tienen un derecho de crédito fijo y se les está incrementando considerablemente el riesgo asociado al mismo.

Igualmente, se pueden adicionar “pactos de protección” en los contratos de deuda, que salvaguarden parcialmente a los acreedores de estas prácticas -*protective covenants*-.

4. LOS EFECTOS DE LOS COSTOS DE AGENCIA SOBRE DETERMINADAS DECISIONES FINANCIERAS

A continuación se presenta un breve resumen de las interacciones entre los postulados de la Teoría de la Agencia y las decisiones financieras. Una versión más extendida de estos temas se encuentra en Pascale, 2009; Brealey, Myers y Alen, 2007; Ross, Westerfield y Jaffe, 2005.

a) Efectos sobre la estructura de capital y las decisiones de endeudamiento

Basándonos primariamente en el *trade-off* entre accionistas y administradores, los primeros son más partidarios de aumentar el nivel de deuda de la firma como forma de ejercer cierta presión sobre la actuación de los gerentes y de esta manera evitar o reducir la discrecionalidad de los mismos. Si fuéramos a interponer las escalas de preferencias en cuanto a las opciones de financiamiento elegibles, encontramos evidencias reales de las diferencias emanadas de la visión de cada componente; por un lado, los accionistas priorizan el endeudamiento, luego el financiamiento con utilidades retenidas y finalmente la emisión o au-

mentos de capital, y, por otra parte, los administradores se ven tentados en forma primaria de financiar la firma con utilidades retenidas, luego recurrir al mercado y finalmente el endeudamiento con acreedores.

Un antídoto para reducir los costos de agencia de este tipo es recurrir a mayor endeudamiento, que reduce la “volatilidad” en el manejo de los gerentes, por llamarlo de alguna manera, alineando los objetivos de principal y agente.

Es decir, en términos normales, hay una asociación positiva entre el nivel de deuda y la reducción de los costos de agencia entre accionistas y administradores.

b) Efectos sobre las decisiones de inversión

Se puede vislumbrar un posible conflicto entre accionistas y administradores en la medida del diferente grado de aversión al riesgo que puedan tener en cada caso: por un lado, los accionistas con un enfoque de portafolio pueden considerar a la empresa como un activo más dentro de su set de inversiones por lo que en concordancia con los postulados de Markowitz, pueden acceder a determinado nivel de diversificación sin involucrar mayor riesgo asociado, operando en la frontera de eficiencia.

De esta forma, el grado de aceptación de riesgo del accionista para un activo particular -en este caso determinada firma- puede ser mayor en comparación al administrador o gerente de la firma, ya que su activo -trabajo- es la firma, portafolio con un único activo, lo que permite asentir el hecho de que este administrador pueda tener un grado de aversión de riesgo mayor al del accionista, que pueda llegar a no asumir inversiones que pueden tener rendimientos esperados positivos si se lo considerara con el nivel de riesgo del accionista.

Visto desde otro punto de vista, puede resultar en un factor positivo, la expectativa que, *ceteris paribus*, el administrador pueda salvaguardar los intereses de la firma, en base a su grado de aversión al riesgo mencionado, con un sesgo amplio de empirismo en condiciones de crisis, donde generalmente es el accionista el que pretende arriesgar por sobre niveles normales -castigando básicamente a acreedores-, estando el administrador en una posición más natural de sostener la continuidad de la firma, lo que puede considerarse una paradoja.

c) Efectos sobre la política de dividendos

La política de dividendos que establezca y asuma la firma, puede operar como un atenuante de los costos

de agencia entre accionistas y administradores, incluso al interior de los accionistas, los dividendos pueden ser un instrumento importante para reducir posibles conflictos entre accionistas minoritarios y la mayoría societaria que tiene el control de la firma.

Cabe destacar asimismo que la política de dividendos a adoptar por una firma está influida por diversos factores entre los que podemos citar: etapa de la empresa, régimen tributario a los dividendos, exigencias legales de dividendo mínimo, grado de concentración o atomización de capital accionario, etc.

En nuestro país, la escasa separación entre propiedad y control que engloba a la mayoría de las firmas, tiene implícito conflictos de agencia emergentes, pudiendo ser una correcta y eficaz política de dividendos un factor de reducción de conflictos, evitando por ejemplo la transferencia de riqueza desde accionistas minoritarios a los mayoritarios.

La política de dividendos ha sido bautizada como “puzzle” por Black (1976), en la medida que surge de la consideración múltiple de diversos factores como los mencionados, por lo que puede percibirse a esta política como consecuencia de las políticas de inversión y financiamiento -la política de dividendos sería una política residual o pasiva- o tomar un camino activo que considera a los dividendos como cuerpo base de manejo de las finanzas corporativas de una firma en el tiempo.

El problema de agencia se presenta en la posible ex-

propiación de riqueza por parte del accionista mayoritario en detrimento de los accionistas minoritarios, operando en este caso la política de dividendos como una válvula de ajuste para evitar dicha situación. Las sanas prácticas de gobierno corporativo y la participación en el capital de la firma de inversores institucionales pueden asimismo contribuir a reducir vía monitoreo y control este conflicto.

5. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Debido a que los conflictos de agencia revisten un carácter esencialmente interpersonal y social, en la evaluación del método más apropiado para aplicar a la investigación, luego de un detenido análisis, se optó por uno de carácter cualitativo.

Por este motivo es que a continuación expondremos un breve resumen de algunas de sus principales características.

Distintos autores identifican este dualismo entre lo cuantitativo y cualitativo en diferentes momentos del proceso de investigación. J. Brannen (1992) sostiene que las aproximaciones cualitativas permiten una visión del mundo más amplia que los enfoques cuantitativos. M. Hammersley (1992) presenta una lista de dicotomías entre los métodos cuantitativos y cualitativos (Cuadro 1).

Los métodos cualitativos resultan especialmente adecuados para la comprensión en profundidad del

CUADRO 1

Métodos Cualitativos	Métodos Cuantitativos
Datos cualitativos	Datos cuantitativos
Escenarios naturales	Escenarios experimentales
Búsqueda de conocimiento	Identificación de comportamiento
Rechazo a la ciencia natural	Adopción de la ciencia natural
Aproximaciones inductivas	Aproximaciones deductivas
Identificación de patrones culturales	Consecución de leyes científicas
Perspectiva idealista	Perspectiva realista
Dualismos identificados por Hammersley Por otro lado, B. Mostyn (1985) lleva estas dicotomías al nivel de las entrevistas cualitativas y cuantitativas:	
Entrevistas cualitativas	Entrevistas cuantitativas (cuestionarios)
Muestra de tamaño pequeño	Muestra de tamaño amplio
Entrevistas extensas	Mediciones pequeñas
Muestras no aleatorias	Muestreo aleatorio

Fuente: Winchester, H. (1996), p.119.

fenómeno que se desea investigar o evaluar, desde el punto de vista de los propios sujetos implicados. En ellos, el investigador se sitúa dentro del contexto donde se produce el fenómeno para así intentar entender mejor cómo experimentan los protagonistas “su” mundo. Algunos epidemiólogos apuntan que los métodos cualitativos pueden ayudar a entender mejor los procesos y realidades de los problemas actuales.

Los conflictos de agencia se generan por problemas entre diversos actores, ya sean propietarios, gerentes, acreedores, proveedores, familiares, etc., por lo que para comprender de la mejor manera la raíz y las posibles soluciones o caminos abordados es de gran utilidad este tipo de investigación.

La metodología cualitativa se refiere en su más amplio sentido a la investigación que produce datos descriptivos, las propias palabras de las personas, habladas o escritas, y la conducta observable. La metodología cualitativa, a semejanza de la metodología cuantitativa, consiste en más que un conjunto de técnicas para recoger datos. Entre las características más resaltables de esta metodología se pueden mencionar que: es inductiva, sigue un diseño más flexible, en ella el investigador ve al escenario y a las personas desde una perspectiva más holística, siendo para el investigador cualitativo, todas las perspectivas igualmente valiosas.

Varias son las técnicas cualitativas utilizadas en la investigación científica, que van desde algunas más estructuradas a otras menos, tales como: la entrevista estructurada, la técnica de Delphi, el estudio del caso, la entrevista semiestructurada, la técnica de *brainstorming*, el *focus group*, la entrevista en profundidad, la historia de vida y la observación participante, entre otras.

La elección del método de investigación debe estar determinada por los objetivos de la investigación, las circunstancias del escenario o de las personas a estudiar, y por las limitaciones prácticas que enfrenta el investigador, entre otros factores.

Debido a que los problemas de agencia corresponden a una situación interpersonal que se engloba en el contexto social concreto, analizada y puesta a consideración la evaluación del método más apropiado, se estimó adecuado utilizar la entrevista semiestructurada. Dependiendo del entrevistado y sus posibles experiencias se formularon una serie de preguntas específicas para cada caso de estudio, lo que sirvió de guía para obtener de la entrevista todo lo que se pretendía.



En el presente trabajo se utilizó la estrategia de un diseño de muestra conforme a los objetivos de la investigación, dada la vital importancia que el tema reviste. Por este motivo es que se eligieron a los entrevistados conformando un set que pretendió abarcar tanto al sector privado nacional como multinacional y a empresas del sector público. El número total de entrevistas realizadas fue de doce, de las cuales tres de ellas fueron pilotos para afinar la estrategia de las entrevistas finales, siendo nueve de ellas las consideradas definitivas a los efectos de esta investigación.

La presentación de los resultados de la investigación y del método seguido para obtenerlos debe permitir que el lector pueda distinguir los datos, el esquema analítico utilizado y la interpretación.



6. LOS RESULTADOS OBTENIDOS

• Principales rasgos estilizados hallados

A partir de las entrevistas realizadas, que es la técnica cualitativa elegida, los principales hallazgos que surgen de las mismas son: en primer lugar, se encuentra un amplio desconocimiento respecto al concepto de relación de agencia desde el punto de vista conceptual, sin embargo, una interpretación detenida de los discursos provenientes de las entrevistas ponen de manifiesto que todos los entrevistados -de amplia experiencia en cargos de responsabilidad- reconocen haber tenido situaciones donde vivieron contextos de relaciones de agencia. Este desconocimiento se verifica tanto en términos de no reconocer cuando se está

ante un conflicto de agencia como asimismo en la no consideración en forma oportuna de los costos asociados a la mitigación de los mismos.

En segundo lugar, hemos comprobado que en la medida que existan accionistas minoritarios o inversores institucionales, esta participación redundante en generar mayores mecanismos de control, de salvaguarda de intereses de las minorías, lo que permite ser un mecanismo de alineamiento de intereses sin costos que hace posible reducir futuros conflictos. En la medida que sean atendidos y considerados los intereses de estos accionistas minoritarios que no acceden a mayoría ni participan de la gestión.

En tercer lugar, surge como otro rasgo, que asumir buenas prácticas de gobierno corporativo es un aspecto positivo y bienvenido a los efectos de brindar calidad a las relaciones. Como aspecto destacado se despejan las incertidumbres en la medida que cada parte sabe lo que se espera de cada una, se establecen los mecanismos y medidas a adoptar si se verifican apartamientos, vincula y establece las grandes líneas y podríamos decir que enmarca el perfil que tiene la empresa en la salvaguarda de los intereses de todos los *stakeholders*. En definitiva, el establecimiento de políticas de gobierno corporativo es un factor de reducción potencial de futuros conflictos.

En cuarto lugar, se encontró que los sistemas de remuneración variable e incentivos a gerentes generan un efecto positivo en el sentido del alineamiento de intereses entre las partes, por lo que es un factor mitigante de los conflictos de agencia de este tipo. Las prácticas en relación a los sistemas son variadas, encontrando por un lado el caso de las instituciones financieras donde actualmente se busca alinear los incentivos establecidos con la sustentabilidad del negocio a largo plazo, reduciéndole la ponderación de indicadores de corto plazo de los bonus, encontrando en otros casos, mayor incidencia de los incentivos de corto plazo -trimestrales, por ejemplo-.

En términos generales los resultados obtenidos demuestran que los mecanismos de participación variable en Uruguay son reducidos -en relación al resto del ingreso del individuo- y prácticamente no se utilizan instrumentos de capital -participación en acciones u opciones en acciones- en la medida que los mismos no pueden ser comercializados dado el escaso desarrollo del mercado de capitales.

En quinto lugar, cuando nos referimos a los conflictos que surgen, es natural pensar en posiciones

divergentes entre las partes, que en cualquier ámbito de desarrollo, la no convergencia o el no arribar a un acuerdo, pueden derivar en el tratamiento judicial del tema, donde operan y sobresalen los aspectos legales y de forma. En la medida que los mismos no están adecuados a la actividad comercial y económica de la firma, la potencialidad del conflicto se multiplica como consecuencia de la distancia entre la realidad y la forma -no existe basamento de referencias-. En general las empresas uruguayas recurren a estatutos estándares adecuados a la Ley de Sociedades Comerciales pero sin contemplar la naturaleza comercial de la empresa y los avatares económicos por los que la misma pueda transitar. El Instituto de Acuerdo de Accionistas o Convenio de Sindicación de Acciones surge como un factor de contribución para regular a priori estos aspectos pero no es considerado en la mayor parte de las firmas, por lo que los vacíos legales son de carácter recurrente ante un eventual diferendo.

En sexto lugar, dentro del contexto de relaciones de agencia en general encontramos los conflictos en empresas familiares que parecen demostrar algunas peculiaridades en algún sentido, en la medida que los integrantes de la familia que participan activamente de la gestión cotidiana de la empresa, revisten la calidad de agentes, ante los ojos de sus familiares que integran la propiedad de la firma junto con ellos pero que no desarrollan actividad. Es en ese sentido que se da una relación de agencia, donde todos son accionistas o propietarios y solo algunos administran y cumplen el rol de agente y accionista a la vez, lo que conlleva a potenciales conflictos. En la realidad nacional, esta situación se verifica generalmente, dada la gran participación de las empresas familiares en el paisaje local, y que, en la medida que se encuentren en etapa madura donde la familia crece y el negocio se sostiene, es probable que se verifique que solo algunos de los familiares trabajan en la empresa y otros no, lo que coincide con enmarcar el tema en el contexto de las relaciones de agencia. Sin dudas se verifica también en el caso de empresas familiares con gestión profesional independiente, pero ya en el marco de las relaciones de agencia tradicionales, sin los agregados de los temas familiares.

Generalmente, los conflictos en empresas familiares se desarrollan entre el familiar que administra la firma y los que están fuera del gerenciamiento de la misma que normalmente exigen a los primeros una gestión más exitosa. El que trabaja en la firma tiene

un cargo de dirección importante fijándose un salario considerable y los demás integrantes de la familia que no participan de la misma cuestionan estas situaciones. Asimismo, en el traspaso generacional se producen cambios en los porcentajes accionarios de las partes lo que conlleva a que algunos se puedan sentir desplazados o no contemplados en sus expectativas, generando esto una fuente de conflicto.

En séptimo lugar, un punto que se muestra con relieve dentro de nuestro análisis es evaluar la forma de abordar la política de dividendos que tienen las empresas uruguayas, encontrándonos generalmente con una escasa consideración de la misma -totalmente residual- verificándose en muchos casos que los dividendos son distribuidos mediante las remuneraciones salariales en determinados cargos. El no contar con una política activa de dividendos puede generar una confusión generalizada desde el punto de vista conceptual entre la separación de derechos de propiedad y derechos de crédito.

Por último, en octavo término, observamos que los conflictos de agencia se generan tanto en el sector privado como público. Es el caso, por ejemplo, de las empresas públicas donde encontramos la estructura gerencial que trata de viabilizar sus proyectos sin considerar ni atender las necesidades de orden nacional, lo que genera en algunas circunstancias, realizar inversiones sin atender las necesidades de los accionistas, en este caso la población.

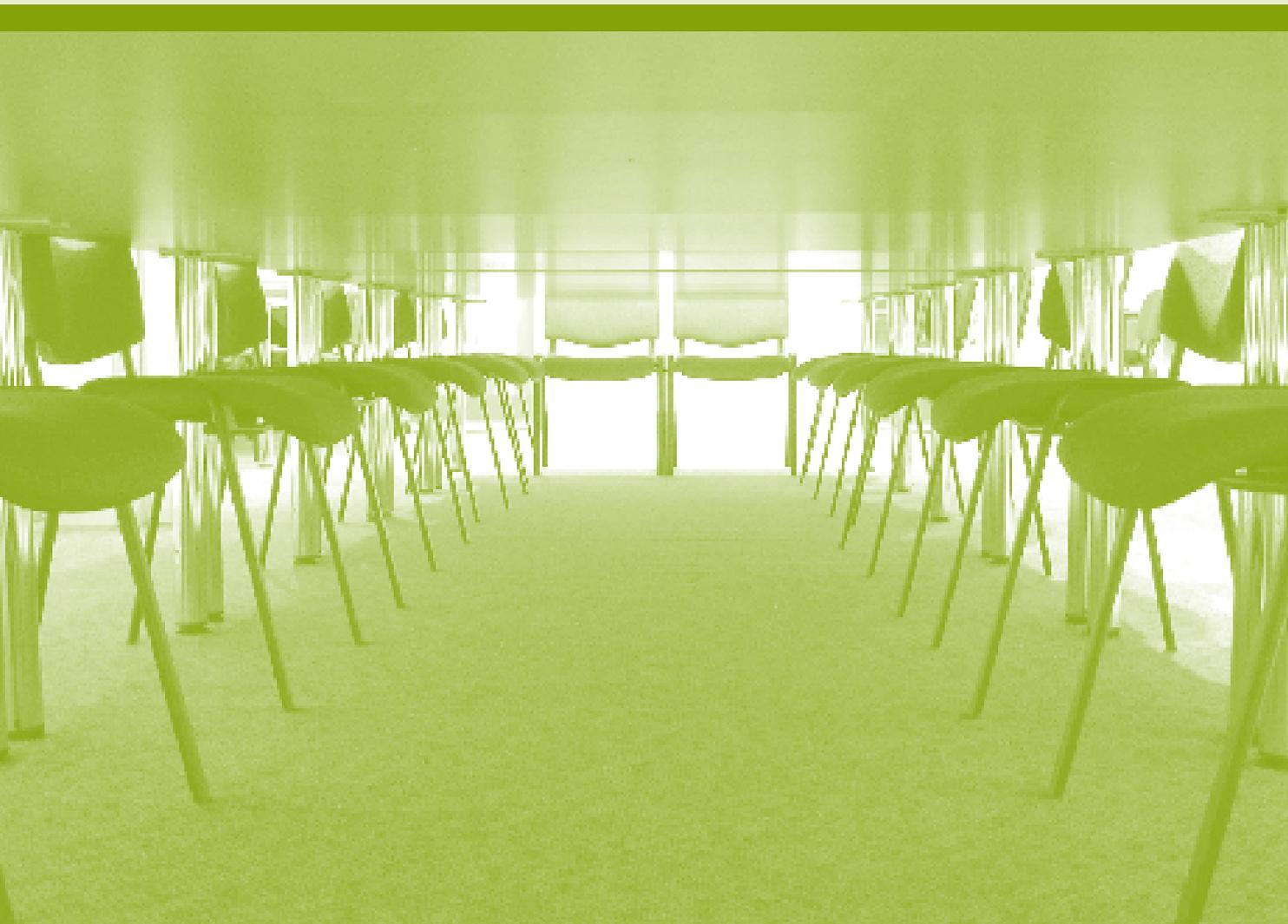
Respecto a las hipótesis establecidas precedentemente y en base a la evidencia empírica surgida en el trabajo de campo es que se mencionan a continuación los resultados de contrastación de las mismas:

HT1.1 *“A mayor nivel de deuda -hasta un grado razonable que no genere riesgos de ingreso en FD-, la misma opera como factor mitigante de conflictos de agencia”.*

La evidencia recogida nos demuestra que la deuda no es considerada a la hora de analizar factores mitigantes de los conflictos de agencia, ya sea por desconocimiento del efecto que genera la deuda en el manejo discrecional de los gerentes o por el amplio efecto que generan otros factores en el momento de contraer deuda que aíslan y generan una perspectiva miope en el vínculo deuda-costos de agencia.

Por tal motivo esta hipótesis ha sido rechazada para el caso de estudio.

HT1.2 *“Generar incentivos variables a gerentes puede permitir alinear en mejor medida los intereses*



de ambas partes, focalizándose atrás de los mejores resultados para la firma en su conjunto, considerando un marco temporal que brinde sustentabilidad en el largo plazo”.

Esta hipótesis ha sido confirmada en la realidad verificándose sistemas de incentivos y bonus en la mayor parte de las empresas como mecanismo probado para el alineamiento de intereses. El grado de participación o incentivos es variado pero en su conjunto todos los instrumentos utilizados permiten que los administradores o gerentes actúen en forma más alineada con los objetivos planteados por los accionistas.

No obstante la realidad uruguaya -por su escaso desarrollo- no proporciona un nivel variado de instrumentos que permitan aumentar el resultado de este tipo de medidas.

HT2.1 “La participación de accionistas minoritarios genera efectos de autocontrol y opera como regulador de equilibrio a bajo costo de las partes, que permite reducir costos de agencia”.

Esta hipótesis ha sido confirmada por las evidencias recogidas en la medida que se verifica una relación directa entre la participación de accionistas minoritarios y los mecanismos de control y ejercicio de derecho de las mismas, que terminan resultando en menores costos de agencia esperados.

HT2.2 “Tener prácticas de gobierno corporativo opera en un sentido positivo como factor de reducción de costos de agencia”, también encontramos una correspondencia en nuestra realidad local respecto a la contribución positiva que genera tener buenas prácticas de gobierno corporativo para reducir los ámbitos de acción de los gerentes que puedan generar futuros conflictos y costos asociados.

HT2.3 “Cuando se verifican conflictos de agencia se deberá considerar principalmente la realidad comercial, económica y financiera de la empresa y en menor medida aspectos formales y legales”.

La evidencia empírica permite rechazar el postulado de la misma en la medida que los aspectos formales

y legales son considerados relevantes en una situación de conflictos de agencia siendo en determinado punto de la negociación entre las partes quizás el elemento primordial o el mecanismo que permita transitar por opciones de solución o en su defecto generar un estancamiento de tal tenor que dificulte hasta las propias decisiones empresariales más cotidianas.

7. ALGUNAS LECCIONES QUE SURGEN DE LA INVESTIGACIÓN

De las distintas lecciones que se desprenden de los discursos de los entrevistados, señalamos algunas de las que aparecieron en ellos con mayor claridad:

• Consideración y puesta al día de los aspectos formales y legales

Queremos destacar la trascendencia e importancia superlativa que genera este aspecto en varios sentidos: por un lado, contar con un cuerpo de documentación legal actualizada permite asegurar un manejo más fluido desde el punto de vista económico-comercial

ante la posibilidad de que se verifique un conflicto de agencia, es decir, se recurre en primera instancia a los estatutos, convenios de sindicación, etc., y el conflicto se enmarca en lo que establecen los mismos, buscando que la solución se encamine dentro de los parámetros establecidos.

Por otra parte, y por el lado negativo, el no tener actualizados los basamentos legales de la empresa y el tratamiento societario, genera que ante el menor conflicto emergente, cada parte nade en un mar de planteos y demandas, perdiendo de base las estructuras y disposiciones societarias por entenderlas vacías o en menor medida obsoletas, generando una amplificación del conflicto con efecto multiplicador -“cada parte verá el estatuto de la forma que quiera o le convenga”. Por lo que transitar un camino de solución ante estas incertidumbres fruto de la no actualización de los aspectos de forma genera someterse a situaciones por demás espinosas y con enormes costos a asumir.

Es en este contexto, donde generalmente el conflicto alcanza un alto grado de disputa, tomando posiciones personales antagónicas y donde probablemente luego de solucionado el mismo -con los costos que sean-, las posiciones y los entendimientos no vuelven más a su punto inicial. Esa brecha que se genera es un costo de agencia definitivo, en la medida que la firma no sea vendida a terceros o algún socio receda o venda su parte.

• Prácticas sanas de gobierno corporativo

Las políticas de gobierno corporativo son los mecanismos e incentivos desarrollados para operar las firmas, con el objeto de proteger los intereses, acciones, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en la misma.

Existe un convencimiento genérico respecto a considerar en forma positiva e integrada las políticas de gobierno corporativo como manera de enmarcar la conducción de los negocios dentro de un entorno legal, normativo e institucional adecuado, que permita ver salvaguardados de mejor forma los intereses y las interrelaciones de todos los *stakeholders* involucrados con la firma.

Involucra a accionistas, directorio, gerencia, auditores internos y externos, acreedores, inversores institucionales, clientes, grupos de interés social, proveedores, organismos recaudadores y la comunidad en su conjunto, por lo que, contar con la participación activa de todos los sectores, es un indicador positivo de apertura de la firma y gestión acorde a





la sustentabilidad de largo plazo, que permite evitar conflictos.

• **Tratamiento equilibrado a accionistas minoritarios**

Utilizando de forma alterada un refrán popular para hacerlo útil en nuestra perspectiva, podríamos mencionar la frase “dime cómo tratas a los accionistas minoritarios y te diré cómo gestionas tus costos de agencia” como resumen de la importancia significativa que tiene la forma de abordar los aspectos societarios en relación a las minorías respecto al manejo que se termine haciendo de los conflictos de agencia. Una empresa que descuide a los accionistas minoritarios y que haga que los mismos se vean vulnerados en sus derechos, es un factor de alerta de futuro conflicto de agencia.

El accionista minoritario en la medida que sea atendido, es una especie de garantía o fiel de la balanza para el manejo de los conflictos de agencia en muchos casos.

• **Contratos de gerenciamiento**

Establecer contratos de gerenciamiento aparece como un aspecto recomendable en la medida que vincula en forma escrita lo que establece el directorio para con su estructura gerencial de forma de evitar malos entendidos futuros y zonas de responsabilidad compartida que generen situaciones de conflicto. Cada gerencia tendrá especificada sus metas, objetivos, programas de incentivos, que permitan tener un soporte de referencia para evaluar la gestión de forma posterior. Este aporte resulta útil en ambos sentidos, generando un efecto canalizador y amortiguador de expectativas, variable asimismo que es oportuno destacar como componente psicológico que puede estar presente en los conflictos de agencia.

• **Incentivos y participaciones variables a gerentes y/o administradores**

Es un elemento en el que se encuentra amplio consenso a los efectos de mejorar el alineamiento de los gerentes



o administradores respecto a los intereses establecidos por los accionistas, permitiendo que la empresa en su conjunto transite en la búsqueda de los mismos resultados. Por ejemplo, si los accionistas están interesados en la maximización de las utilidades de la firma, una participación a gerentes sobre los resultados puede ser un buen indicador a los efectos de que los mismos se sacrifiquen en pos de mejorar estos niveles.

Siempre se deberá considerar el aspecto temporal, en el sentido que queden contemplados o salvaguardados criterios de sustentabilidad a largo plazo de la firma sin generar un efecto desmotivador en el corto plazo en los gerentes; por lo que manejar un set de parámetros de diferente horizonte temporal puede ser una combinación adecuada.

• Gestión de la deuda y las decisiones de financiamiento

La utilización del nivel de deuda como elemento regu-

lador y de búsqueda de equilibrio en la discrecionalidad de los gerentes en el manejo del FCF no ha sido probada en nuestro estudio empírico como elemento de consideración a los efectos de mitigar los conflictos de agencia de tipo 1.

No obstante, es razonable destacar la significancia relativa que tiene la deuda a los efectos de “marcar la cancha” de los gerentes en cuanto a la disponibilidad y uso de los flujos de fondo de la firma. Una firma con un stock de deuda y compromisos que restrinjan la libertad con que los gerentes disponen de los fondos es un elemento a priori que puede permitir que los mismos no se vean tentados a hacer un uso abusivo, pues se deberán en primera instancia contemplar los pagos con los tenedores de derechos de crédito.

• Gestión activa de la política de dividendos

No es menor que se manejen conjuntamente las tres decisiones financieras en el mismo nivel -inversiones,

financiamiento y dividendos-, por lo que, atender de forma activa la política de dividendos es un factor que contribuye en el corto plazo a evitar posibles conflictos, por no considerar esta instancia oportunamente. Asimismo, el no hacer explícita la política de dividendos, puede derivar en conflictos de agencia en el largo plazo. Es claro que mantener activas las tres políticas financieras puede llevar a la necesidad de recurrir a nuevos aportes de capital fresco, figura que en base a estudios previos (Pascale, 2009), demuestra que las firmas locales en general no siguen esta estrategia. En la forma peculiar que asumen las empresas uruguayas muy frecuentemente, donde los accionistas ocupan cargos rentados de directores o en la alta administración de la firma, obteniendo remuneraciones importantes con prescindencia del ciclo de los negocios y de la rentabilidad de la empresa, tener una política de dividendos activa y prescindente de las otras dos políticas, es un camino que en el largo plazo puede conducir a situaciones de serios problemas financieros.

• Mayor profesionalización en la gestión

Es recurrente y beneficioso que las empresas transcurran hacia un manejo profesional de su gestión, que permita inferir posibles escenarios de conflicto que genere tomar recaudos a priori para considerar mecanismos de mitigación y/o diseñar estrategias de solución, los que redunden finalmente en minimizar los costos de agencia asociados.

Comúnmente se perciben situaciones en donde los accionistas -claros titulares de derechos de propiedad en cuanto a disponer del patrimonio y los resultados de la firma- confunden esta potestad o derecho con el de considerarse aptos para el desarrollo eficaz de la gestión de la empresa, que requiere cada día mayores habilidades y conocimientos específicos para poder asegurar su sobrevivencia en el tiempo.

Es recomendable asimismo tomar en cuenta este aspecto en empresas familiares, donde el ingreso de un profesional externo a la firma puede ser el mecanismo de solución de un conflicto de agencia entre familiares que estén a cargo de la empresa.

8. CONSIDERACIONES FINALES

El objetivo inicial del presente trabajo de investigación ha sido el estudio de la realidad local en el abordaje de las relaciones de agencia desde una perspectiva de trabajo exploratorio debido a la inexistencia de investigación empírica previa.

Considerando el tema como de carácter social, y que no existen en Uruguay trabajos previos específicos sobre los conflictos de agencia, es que se seleccionó el método de investigación cualitativa para que este trabajo se enmarque como una primera aproximación a la realidad objeto de estudio.

En la medida que se verifiquen divergencias de intereses entre el principal y el agente, generadas por la separación entre propiedad y control y la información asimétrica, los directivos o gerentes -agentes- pueden estar tentados a actuar a favor de su propio interés particular en detrimento de los intereses de los accionistas -principales-. Esto implicaría para la empresa la necesidad de diseñar o contar con un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con el objetivo de asegurarse en mejor forma que los directivos -agentes- actúen en sintonía y en forma alineada con los intereses de los accionistas -principales-.

En relación a los conflictos entre accionistas y acreedores, los principales problemas de agencia surgen debido a la asimetría de información que en los contratos financieros puede adoptar tres formas: la selección adversa, el riesgo moral y los costos de monitoreo debiendo los acreedores -principales- protegerse contra las acciones que toman los propietarios -agentes-, quienes, a su vez, actúan a través de sus propios agentes, los administradores.

A través del trabajo de campo se puede concluir que las empresas uruguayas toman conocimiento de los conflictos de agencia cuando los mismos han alcanzado niveles considerables, no atendidos en forma previa lo que generaría reducir los costos asociados. Esta situación se genera en la medida que se verifica un gran desconocimiento de la Teoría de la Agencia por lo que no se puede exigir que a priori las empresas realicen una gestión adecuada de los mismos.

En el escaso desarrollo del tema en la realidad nacional encontramos algunos mecanismos utilizados por las empresas uruguayas a la hora de reducir los conflictos de agencia. Estos mecanismos atienden a generar mayores niveles de control en la medida que participen accionistas minoritarios o inversores institucionales, considerar prácticas de gobierno corporativo, desarrollar sistemas de remuneración variables en los altos mandos, atender la correspondencia entre la realidad económica-comercial de la firma y los aspectos legales y estatutarios y darle el lugar que

corresponde a la política de dividendos dentro de las decisiones financieras.

Teniendo presente la escasa literatura de evidencia empírica en Uruguay sobre conflictos de agencia en empresas locales, el presente trabajo busca contribuir por una parte, a la mejor difusión de los aspectos vinculados a la teoría de la agencia, y, por otro lado, en forma de investigación exploratoria, aportar primeros elementos acerca de la evidencia empírica sobre el tema en nuestro país. De esta forma, asimismo, se abre un camino para que futuros investigadores continúen aportando para un desarrollo constructivo en el abordaje del tema.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Attas, D.**, (2003): *A moral stakeholder theory of the firm*. Hebrew University of Jerusalem.
- Boren, W. y Jiménez, B.**, (2007): *La paradoja de los dividendos*. Chile, Villalpaldo Cadena.
- Carlock, R.; Ward, J.**, (2003): *La planificación estratégica de la familia empresaria*. Price Waterhouse Coopers.
- Castillo, A.**, (2005): *Política de Dividendos: el caso de Chile*. Universidad de Chile.
- Cook, T.**, (1988): *Métodos cualitativos y cuantitativos de investigación*. Madrid, Morata.
- Fama, E. and Jensen, M.**, (2004): "Separation of ownership and control". *Journal of Law Economics*.
- Guerrero, L. M.**, (1999): *La entrevista en el Método Cualitativo*. Magister en Antropología y Desarrollo. Universidad de Chile. Chile.
- Gutiérrez Urzúa, M.**, (2005): *Política de Dividendos y Teoría de Agencia: evidencia en empresas chilenas*. Universidad Complutense de Madrid.
http://www.crefal.edu.mx/biblioteca_digital/CEDAL/acervo_digital/coleccion_crefal. *Investigación cualitativa versus investigación cuantitativa*.
- Harvey C.; Lins K.; Roper A.**, (2001): *The effect of capital structure when expected agency costs are extreme*. National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Jensen, M. and M.**, (1976): *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*. Rochester University (NY).
- Jensen, M.**, (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *The American Economic Review*.
- Maquieira y Danús**, (1998): *Costos de agencia y costos de transacción como determinantes de la tasa de pago de dividendos en Chile*. Chile.
- Manso, G.**, (2007): *Investment Reversibility and agency costs of debt*. MIT.
- March Cerdá, J. C.**, (1999): *Técnicas cualitativas para la investigación en salud pública y gestión de servicios de salud: algo más que otro tipo de técnicas*. Escuela Andaluza de Salud Pública. Campus Universitario de Cartuja. Vol. 13, Nº 4.
- Martínez Campillo; A.**, *Dualidad de poder y rentabilidad de los accionistas: una explicación a través de la teoría de la agencia*. Universidad Nuevo León.
- Martínez, C.**, (2007, Mayo): *Conferencia Endeavor: "Alternativas de Financiamiento para Pymes en economía de la innovación"*.
- Mascarañas, J.**, (2003): *Contratos Financieros Principal-Agente*. Universidad Complutense de Madrid.
- Merbilháa, E.**, (2007): *Venture Capital desde el lado de la relación de agencia*. Argentina, Universidad del CEMA.
- Montero Sieburth, M.**, (1993): *Revista Interamericana de Desarrollo Educativo*, Nº116. "Corrientes, enfoques e influencias de la investigación cualitativa para Latinoamérica".
- Monteserín y Chiappori**, (2003): "Dinámica de las decisiones de financiamiento: estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay". *XIX Jornadas anuales de Economías del BCU*.
- Palacín Sánchez, M. J.**, (2005): *El atrincheramiento de los directivos: accionistas contra gerentes*. Universidad de Sevilla.
- Pascale, R.**, (2009): *Decisiones Financieras*. Pearson - Prentice Hall.

Pascale, R., (1994): *Financiamiento de las empresas uruguayas*. Banco Central del Uruguay.

Pedone, C., (2000): *El trabajo de campo y los métodos cualitativos*. Barcelona, Wolf, Diane (ed.).

Preve, L., (2007, Junio): *Gestión de Riesgo. El caso de las empresas no financieras*. Argentina, Universidad Austral, Vol. 1 y 2.

Rev. Esp. Doc. Cient., (1999): 22,2. *La investigación cualitativa y sus aplicaciones en biblioteconomía y documentación*. Centro de Información y Documentación Científica.

Ross; Westerfield; Jaffe, (2005): *Finanzas Corporativas*. EE.UU, Mc. Graw Hill.

Ruiz Carrillo, E., (2003): *Lo cualitativo en la investigación y su actualidad*. ENEP Campus Iztacala UNAM, México.

Taylor, S. J y Bogdan, R., (1992): *Introducción a los métodos cualitativos de investigación*. Barcelona, Ediciones Paidós Ibérica S.A.

Velásquez, Vadillo, (2004): *Elementos explicativos del endeudamiento de las empresas*. México.

Vergés, J., (2005): "La situación (o problema) de agencia y el control de la gestión". *Paper*. España.