

REFLEXIONES SOBRE LA TITULIZACIÓN COMO HERRAMIENTA PARA MEJORAR LA RELACIÓN DE AGENCIA ACCIONISTAS-DIRECTIVOS

Miguel Ángel Peña Cerezo, miguelangel.pena@ehu.es, Universidad del País Vasco

Francisco Jaime Ibáñez Hernández, pibanez@bil.apd.es, Universidad del País Vasco

Miguel Ángel Pérez Martínez, miguelangel.perezm@ehu.es, Universidad del País Vasco

ABSTRACT

En la literatura científica se destacan una serie de problemas de agencia accionista-directivo, al igual que una batería de herramientas que ayudan a reducir dichos costes de agencia. En el presente trabajo, además de repasar las posibles causas que generan los problemas de agencia y de presentar las soluciones “clásicas” a los mismos, exponemos el valor añadido que genera la titulización como solución adicional, o como “refuerzo” que potencia el efecto positivo de otras medidas. El hecho de que la titulización de activos genere la desagregación de una parte de los flujos de caja futuros del resto de la empresa, puede llegar a explicar los efectos de la titulización sobre los diferentes problemas de agencia que existen entre los diferentes grupos de interés que intervienen en la empresa. Así, se puede considerar la titulización de activos como una herramienta adicional para conseguir mejorar la eficiencia en la gestión directiva, alineando los objetivos de los directivos con los de los accionistas.

1. INTRODUCCIÓN

Son numerosos los objetivos mediatos o inmediatos que se pueden perseguir por medio de la titulización de activos. Podemos destacar los siguientes: conseguir financiación (Sardá, 2005:90-91; Almoguera, 1995:168), gestionar y controlar los riesgos (Castilla, 2002:67; Muñoz, 2001; Shenker y Colleta, 1991; Keighley, 1993; La Torre, 1994:6; Gold y Schlueter, 1993:155; Banco de España, 2005:28; Gangwani, 1998:26), sanear el balance y mejorar la solvencia empresarial (Sardá, 2005:90), incrementar la rentabilidad y el negocio empresarial (Levenfeld y Sousa, 1992; Blanco *et al.*, 2001, efectuar arbitraje regulatorio (Almoguera, 1995:168; Freixas y Valero, 1993:82-83), etc.

Sin perjuicio de lo anterior, existe un área de influencia, menos estudiada pero no por ello menos interesante, donde la titulización puede influir de manera determinante: los problemas de agencia entre los accionistas y los directivos. “La esencia de la titulización de activos es la división o desagregación de una parte de los flujos de caja futuros del resto de la empresa” (Iacobucci y Winter, 2005:197). Este hecho será fundamental para explicar los efectos de la titulización sobre los diferentes problemas de agencia que surgen entre los diferentes grupos de interés que intervienen en la empresa. Así, la titulización puede ayudar a alcanzar una mayor eficiencia en la asignación de recursos empresariales, generando con ello un mayor valor global para la empresa.

Tras llevar a cabo una revisión de los diferentes problemas derivados de la relación existente entre los accionistas y los directivos, y de describir las soluciones “clásicas” a dichos problemas en los siguientes epígrafes, nuestra aportación en el presente trabajo es la justificación del uso de la titulización como herramienta que puede ayudar, sustituir o complementar las soluciones “clásicas” antes mencionadas de control de la labor directiva a favor de los accionistas.

2. PROBLEMAS DERIVADOS DE LA RELACIÓN DE AGENCIA ACCIONISTA-DIRECTIVO

Los problemas de agencia existentes entre los accionistas y los directivos tienen su origen en la diferenciación que se ha producido entre la propiedad y el control de las empresas.

“A la luz del paradigma de la agencia, la empresa se interpreta como una ‘ficción legal’, que soporta un conjunto de contratos bilaterales entre los distintos partícipes que cooperan dentro de la organización: accionistas, acreedores, directivos, empleados, clientes, proveedores, el Estado, etcétera. Entre estos partícipes o *stakeholders* se establecen una serie de relaciones contractuales, denominadas relaciones de agencia, que regulan los esfuerzos cooperativos en el ámbito de la actividad económica y previenen los problemas de agencia indisociables de las divergencias entre los distintos intereses de los partícipes y que, en su caso, devienen en costes de agencia, con la merma consiguiente de eficiencia para el proceso de asignación de recursos” (Fortuna Lindo, 1999:vii).

Clásicamente se ha considerado que el accionista ejerce un alto control sobre las actuaciones del gerente, aunque dándole la libertad necesaria para no dañar su autonomía de acción. No obstante, este supuesto de control estricto no siempre se cumple, por dos motivos, por una parte existen accionistas sin control que no quieren supervisar la labor directiva llevando a cabo un comportamiento tipo polizón (Grossman y Hart, 1980) y, en segundo lugar, los que queriendo, no pueden hacerlo de manera eficaz.

En definitiva, cuando no exista un seguimiento estricto por parte de los accionistas de la labor directiva, los objetivos de los gerentes puede que no se adapten perfectamente a los de los accionistas, surgiendo conductas oportunistas por parte de los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Pitelis y Sugden, 1986; Ang *et al.*, 2000). Para evitar esta circunstancia, se incurren en los costes de agencia, o sea, costes que van a tener que soportar los propietarios para conseguir que los directivos persigan sus mismos objetivos. Estos costes de agencia, en última instancia, reducirán el valor de la empresa, es decir, la riqueza de los accionistas. En consecuencia, cuantos menos problemas de agencia existan en la empresa y más eficaces sean las soluciones para minimizar dichos problemas, más valor tendrá la sociedad.

En el trabajo de Lozano *et al.* (2004) se sigue un esquema expositivo de los seis principales conflictos que se pueden dar entre la dirección y la propiedad (derivados de los problemas de riesgo moral), y las diferentes soluciones presentadas por la literatura financiera. Nosotros, apoyándonos en este esquema, vamos a ir incorporando el alcance que puede llegar a tener la titulización de activos, como herramienta financiera a disposición de las empresas, en la reducción de dichos costes de agencia.

2.1. Esfuerzo insuficiente

Describe la falta de desempeño por parte de los gerentes respecto de lo que los accionistas esperan de ellos. El esfuerzo de los directivos puede dirigirse a actividades con menos valor añadido y descuidar otras que son más relevantes pero menos agradables. Estas actuaciones ineficientes y destructoras de valor por parte de los directivos tendrán su límite en el momento en que los que las realizan ven su propio salario, sus oportunidades de promoción o su estabilidad en el puesto de trabajo, en peligro.

2.2. El flujo de caja libre

El problema derivado del riesgo moral sobre la gestión de los flujos de caja generados por la empresa se da cuando estos flujos de caja lleguen a ser tan elevados que los gerentes tiendan a sobreinvertir, es decir, a invertirlos sin necesidad o en exceso, llevando a cabo proyectos de inversión que no generan valor, por el simple hecho de tener liquidez, o mejor dicho, un exceso de liquidez. Así pues, un exceso de holgura financiera puede

animar a los directivos a mejorar sus prerrogativas o invertir el dinero en proyectos no creadores de valor, cuando lo eficiente es devolver ese capital a los accionistas, empeorando así los problemas de agencia (Myers, 1993). “El problema es cómo incentivar a los gestores para devolver el dinero en lugar de invertirlo por debajo del coste de capital y gastarlo en ineficiencias para la organización” (Jensen, 1986).

La “Teoría de la clasificación jerárquica de las decisiones de financiación” plantea la preferencia, por parte de los directivos, a financiarse prioritariamente vía autofinanciación, posteriormente y en caso de que no sea suficiente con lo anterior, pasar a utilizar la financiación externa: deuda ordinaria, deuda convertible y acciones, por este orden. Esta prelación en el uso de las fuentes de financiación, que releva a un papel secundario el ahorro impositivo derivado de la utilización de la deuda, apuesta por controlar el uso de los recursos financieros y prever un nivel de holgura financiera suficiente que permita a la empresa llevar a cabo todos los proyectos de inversión rentables, y poder acudir a los mercados de capitales (preferentemente de deuda) sin mostrar una posición de debilidad financiera. Conforme mayor sea la holgura financiera, menor será la necesidad de acudir a estos mercados y, en caso de tener que recurrir, mejor será la posición negociadora, pudiendo conseguir más capitales y más baratos (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

Precisamente el problema del riesgo moral que surge de la utilización de los flujos de caja libre sería la consecuencia de un exceso en el uso de la autofinanciación. Hasta cierto punto, en las empresas con excesivos flujos de caja libres, solventando un problema, el de la selección adversa derivada de la información oculta, se puede terminar generando otro, el del riesgo moral derivado de las acciones ocultas. En el equilibrio estará la virtud.

2.3. Miopía directiva

Se da cuando los directivos llevan a cabo decisiones de inversión que, en vez de velar por el objetivo financiero de maximizar el valor de la empresa –para lo cual se han de tener en cuenta los efectos a corto y, sobre todo, largo plazo de las inversiones– persiguen satisfacer un objetivo que se alcance mientras ellos lo puedan aprovechar o vender de cara a las posibles compensaciones o sistemas retributivos basados en objetivos. “De nada o de poco me sirve alcanzar un logro si se tarda demasiado tiempo en reconocerse”, sería la actitud que representa gráficamente la miopía directiva. Habrá una preferencia por conseguir objetivos a corto plazo, aunque sean menores (preferencia por la resolución), que buscar la maximización del valor de la empresa, cuando el horizonte temporal necesario para alcanzarlo es lejano (preferencia por los accionistas). “Ante el respeto que le supone al directivo la reacción a corto plazo del mercado, éste puede favorecer la realización de proyectos con valor actual reducido pero que den lugar a flujos cercanos en el tiempo o rechazar proyectos muy rentables en el futuro que no reflejen claramente beneficios inmediatos en los mercados de capitales” (Byrd *et al.*, 1998).

2.4. El riesgo

El riesgo, junto con la rentabilidad, es un elemento central del comportamiento y atractivo de las inversiones. Tanto los gerentes como los accionistas se van a mostrar, en principio, adversos al riesgo.

La ineficiencia que genera el riesgo en la relación de agencia accionista-directivo se deriva de la diferente concepción que los directivos y los accionistas pueden tener de él. Así, se pueden diferenciar claramente en las grandes empresas capitalistas los riesgos que asumen los accionistas y los directivos. Mientras los accionistas asumen riesgos económicos exclusivamente, los directivos asumen riesgos profesionales. Esta asimetría en la percepción del riesgo puede animar a los directivos a llevar a cabo decisiones ineficientes de inversión o financiación tendentes a reducir el riesgo profesional, sin tener en cuenta el efecto de dichas decisiones sobre el

valor de los accionistas (cuyo riesgo fundamental a tener en cuenta es el riesgo económico). Así, los directivos, para garantizar la supervivencia de la empresa y con ello sus remuneraciones futuras, estarán tentados de llevar a cabo decisiones de inversión o financiación que traten de minimizar el riesgo total asumido y que no tienen por qué maximizar el valor empresarial. Teniendo en cuenta que el objetivo de maximización del valor (objetivo del accionista) no se tiene por qué alcanzar vía reducción del riesgo total de la empresa (posible objetivo del directivo), las medidas anteriormente apuntadas pueden generar finalmente ineficiencias que repercutirán finalmente sobre los accionistas.

Por otra parte, hay otro elemento distorsionador en el asunto del riesgo. Los accionistas pueden diversificar el riesgo no sistemático invirtiendo en varias empresas, soportando, por consiguiente, únicamente el riesgo sistemático de las inversiones. En este sentido, siguiendo el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM), el único riesgo que tratarán de compensar los accionistas a la hora de invertir en una sociedad, será el riesgo sistemático que ofrece dicha empresa. En cambio, para los directivos, la probabilidad de éxito, en última instancia, la probabilidad de que la empresa siga existiendo a largo plazo, no dependerá únicamente del riesgo sistemático, sino también del diversificable. Esto puede generar también ineficiencias, al llevarse a cabo decisiones de inversión-financiación por parte de los directivos que tiendan a reducir el riesgo diversificable (reduciendo para ello también la rentabilidad esperada de la empresa) cuando los accionistas (al menos aquellos que diversifiquen correctamente sus inversiones) no valoran positivamente esta reducción de riesgo, pero sí penalizan la reducción de la rentabilidad esperada que la acompaña.

Sin perjuicio de lo anterior, y aunque es menos frecuente, los directivos pueden generar ineficiencias justamente por llevar a cabo decisiones que generen un incremento de riesgo exagerado. Esto sucede cuando los gerentes apuestan por la resurrección (Tirole, 2001), llevando a cabo una decisión muy arriesgada que maquille una mala gestión previa.

2.5. La seguridad en el empleo

“El contrapunto del riesgo asumido por la gerencia es la seguridad del directivo en su puesto de trabajo. Las decisiones que tome la dirección no deben sobrepasar ciertos límites ya que si ésta actúa ineficientemente pone en peligro su estabilidad en el puesto de trabajo. Además, para la empresa, la pérdida del capital humano que supone el relevo en la gestión, puede ser un gran inconveniente ya que la adaptación y la formación del nuevo directivo conlleva un coste elevado. Por ello, la empresa intentará evitar el cambio de la gerencia siempre que el coste de la ineficiencia directiva sea menor que el coste que supone un relevo en la gestión” (Lozano *et al.*, 2004:228).

Otra conducta que repercute negativamente en el valor de la empresa y que está relacionado con el temor del directivo a ser reemplazado es el llamado comportamiento de “manada” o “rebaño”. El gerente que teme por su puesto de trabajo tiende a copiar lo que hacen los demás, sin contar con la información privada de que dispone y que podría generar una decisión generadora de más valor. Cuando un directivo no tiene margen para errar, tiende a hacer lo que hacen los demás y así, si finalmente se equivoca, siempre puede aducir como excusa que ha hecho lo mismo que la mayoría (Jain y Gupta, 1987). Esto representará en última instancia, un coste implícito para la empresa derivado del mantenimiento del empleo y de las ineficiencias de la gerencia.

2.6. Intereses privados

Los gerentes empresariales pueden utilizar ciertos recursos empresariales no sólo en la medida en que generan valor al accionista o son necesarios para la empresa, sino para satisfacer sus intereses privados. Entre estos intereses

privados se pueden encontrar el reconocimiento social, la integración en grupos sociales exclusivos, y, llegando al extremo, incluso favorecer su propio patrimonio personal o de sus allegados mediante la utilización de información privilegiada, la elección no eficiente de proveedores, el fijar precios de conveniencia, etc, con claro detrimento del valor de la empresa. Así, el gasto desmesurado relacionado con un uso no eficiente de coches de empresa, la pertenencia a un club, el incremento no justificado del tamaño empresarial, la utilización de un número exagerado de ayudantes o auxiliares, o las decisiones no óptimas que se tomen deliberadamente buscando un provecho particular (y no por error, circunstancia a menudo difícil de discernir en la práctica) harán que los problemas de agencia directivo-accionista se agraven. El perjudicado de esta situación seguirá siendo el propietario de la empresa que está retribuyendo a un profesional para que persiga los intereses de aquél, cuando en realidad está buscando los suyos propios.

En la medida en que los accionistas consigan reconducir los objetivos de los directivos cuando éstos se desvían de los marcados por los accionistas, el valor de la empresa aumentará. En cualquier caso, reconducir los objetivos de los directivos puede tener un coste. Sólo mientras los costes de agencia sean menores al incremento de valor conseguido gracias a los mismos, se llevará a cabo la acción correctora.

3. SOLUCIONES A LOS PROBLEMAS ASOCIADOS AL CONFLICTO ACCIONISTA-DIRECTIVO

Aunque el objetivo central de nuestro trabajo no es entrar en profundidad en los diferentes mecanismos con que cuentan los accionistas para reducir los problemas de agencia, consideramos conveniente, antes de analizar cómo la titulización puede influir en este aspecto, enumerar las diferentes herramientas que la literatura especializada ha destacado.

Tras realizar una revisión de la literatura se puede destacar como posibles soluciones al problema de agencia accionista-directivo las siguientes.

3.1. Supervisión y control del consejo de administración y de los analistas externos sobre los directivos

“El mecanismo de control interno por excelencia que posee la empresa es el consejo de administración. Este órgano es el encargado de conducir la empresa, de ratificar y verificar las decisiones importantes de la misma y de evitar comportamientos oportunistas, con el fin de lograr un control efectivo en la empresa. El consejo de administración es el principal encargado de controlar al directivo en sus funciones ya que es el órgano que garantiza los derechos de los accionistas y, además de otras funciones, detenta la decisión final sobre la discrecionalidad que se ha de conceder a los altos directivos. El papel que desempeña como mecanismo de control va dirigido a la selección de la dirección adecuada para la empresa, la supervisión de su gestión y la evaluación y compensación de la misma con el fin de proteger en todo momento los intereses de los accionistas” (Lozano *et al.*, 2004:230).

No obstante, además de “control activo” mencionado anteriormente, efectuado fundamentalmente por el consejo de administración, los gerentes también se van a tener que someter al denominado “control especulativo”, ejercido por grupos externos a la empresa como son los analistas de títulos, los acreedores a corto plazo o las agencias de tasación (Lozano *et al.*, 2004).

3.2. Política de dividendos

“Desde la argumentación de Miller y Modigliani (1961) acerca de la irrelevancia de los cambios en la política de dividendos en el proceso de valoración de la empresa por el mercado, muchas han sido las corrientes que han

intentado dar una explicación a las políticas de dividendo en un marco de mercados imperfectos” (Lozano *et al.* 2002). Son muchas las explicaciones dominantes de la política de dividendo: las basadas en clientelas fiscales, costes de transacción, señalización, discrecionalidad directiva o “irracionalidad” del inversor, los costes de agencia accionistas mayoritarios-accionistas minoritarios, y la propia definición de *pay-out*, en el sentido de que es más significativo el ratio dividendos entre flujo de tesorería discrecional, que el clásico dividendos entre beneficios (Da Silva y de la Fuente, 2006).

Sin perjuicio de las posibles argumentaciones que se puedan derivar en la búsqueda de decisiones óptimas concernientes a la política de dividendos, esta puede ayudar a solucionar varios de los problemas de agencia vistos anteriormente.

En primer lugar reduce el problema derivado del uso no óptimo de los flujos de caja generados por la empresa, generando un menor valor de la misma (Jensen, 1986). Así, debido a la problemática derivada del uso no eficiente (sobreinversión) del flujo de caja generado por la empresa, cuando éste es excesivo (holgura financiera), los accionistas van a presionar para que la política de dividendos sea más generosa.

A su vez, la utilización correcta de la política de dividendos por parte de los accionistas puede generar otro beneficio: la reducción de los costes de agencia gracias a la mayor supervisión y control de los mercados de capitales sobre la empresa. En este sentido, si los accionistas limitan la autofinanciación empresarial forzando a un reparto de dividendos mayor, los directivos deberán conseguir el capital necesario de los mercados de capitales. En este punto, los mercados de capitales se preocuparán por valorar la solvencia empresarial, la viabilidad de los proyectos que se quieren iniciar, la idoneidad, en general, de las decisiones de inversión y financiación empresariales (Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982). En función de dicha calificación, los mercados procederán a determinar en qué cuantía financiarán, y qué recompensa exigirán por dicha financiación, a la empresa. Este mayor control de los mercados sobre la labor directiva beneficiará en última instancia a los accionistas, ya que gracias a él, conocerán mejor la valoración real de sus directivos. Esto forzará a los directivos a perseguir con más desempeño los objetivos de los accionistas, por que se ven más y mejor vigilados.

3.3. La deuda

Los directivos tienen razones para querer utilizar menos deuda de la óptima generando con ello actuaciones no eficientes que no maximizan la riqueza. En primer lugar, porque reducen la probabilidad de quiebra y con ello aumentan la probabilidad de mantener su puesto de trabajo (Harris y Raviv, 1991). En segundo lugar, porque cuando disminuye el nivel de deuda, mayor es la disponibilidad de flujo de caja libre por parte de los gerentes y mayor es el poder discrecional de estos. Esto va a generar problemas de agencia que, en parte, se pueden reducir mediante la emisión de deuda, por encima del nivel deseado por los directivos.

3.4. Las compensaciones a los directivos

Un sistema de compensaciones eficientes a los directivos favorecerá que éstos satisfagan en mayor medida los objetivos de aquellos que les retribuyen: los accionistas. Entre las políticas de compensación, que deben buscar retener al directivo eficiente o atraer a otros cuyo nivel de eficiencia sea mayor, se pueden señalar tres tipos (Gaver y Gaver, 1995): (i) las bonificaciones o retribuciones variables a sumar al salario normal (bonus); (ii) los incentivos a largo plazo y (iii) las compensaciones basadas en acciones. En definitiva, se busca que el directivo incremente su preferencia por el beneficio a corto plazo (bonus) y/o por el beneficio a largo plazo (acciones).

3.5. La participación de la dirección en la propiedad

Si existen problemas de agencia entre los directivos los propietarios es precisamente por que son dos figuras distintas con objetivos, en muchos casos, distintos. En este sentido, una forma de evitar los problemas de agencia es convirtiendo a los directivos en propietarios. Una manera de conseguirlo es, como se ha comentado anteriormente, entregando acciones a los gerentes si su desempeño es satisfactorio. Cuando los directivos participan en la propiedad, convergen los objetivos gerenciales y accionariales (Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Jensen y Meckling, 1976), se reduce el problema del flujo de caja libre y la consiguiente “sobreinversión” (Noronha *et al.*, 1996; Jensen *et al.*, 1992; Bathala *et al.*, 1995), y se consiguen unos resultados empresariales mayores (Agrawal y Knoeber, 1996; Mehran, 1995).

Sin embargo, siguiendo las consideraciones del Código de Buen Gobierno del Informe Olivencia (1998), la participación de los *insiders* en el Consejo de Administración debe tener un límite. Se debe buscar que “en la composición del Consejo de Administración los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan una amplia mayoría sobre los ejecutivos y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto”. Con esto se evita el problema de atrincheramiento en el consejo de administración. Cuando este está mayoritariamente formado por miembros de la estructura gerencial, el grado efectivo de control va a tender a reducirse, ya que van a coincidir quien controla y a quien se controla.

3.6. La concentración y composición del accionariado

Por concentración de la propiedad se entiende la acumulación de una gran parte del capital de la empresa en pocas manos. La posición clásica al respecto (Berle y Means, 1932) aboga por una relación directa entre el grado de concentración de la propiedad y los resultados empresariales. La razón principal de este mayor rendimiento empresarial estaría relacionada con la reducción del comportamiento tipo polizón de los accionistas, y un mayor control por parte de éstos sobre la gestión directiva. En definitiva, los directivos se van a sentir más y mejor vigilados, lo que redundará en una mayor eficiencia en su gestión y un menor conflicto de intereses (Rozeff, 1982; Bathala, Bowlin y Rao, 1995; Noronha, Shome y Morgan, 1996).

Sin perjuicio del efecto primario o lineal positivo que tiene la concentración de la propiedad, cabe destacar un segundo componente, cuadrático o exponencial, que puede llegar a afectar negativamente a la eficiencia empresarial. Así, una concentración de la propiedad elevada, como se ha comentado anteriormente, puede generar un efecto atrincheramiento, por el cual se expropie la riqueza a los accionistas minoritarios o se bloquee una fusión y, consecuentemente, cause un efecto negativo sobre el valor de la empresa.

De entre los diferentes tipos de accionistas, se puede destacar el papel supervisor y de control activo desarrollado tanto por los inversores institucionales como por los intermediarios financieros, considerándose que éstos ejercen una labor de alineamiento de intereses (Bathala *et al.*, 1994; Ang, Cole y Lin, 2000).

3.7. El mercado de bienes y servicios y el mercado de trabajo de los directivos

Cuanto más competitivos sean los mercados de bienes y servicios y el mercado de trabajo de los directivos y más empeño se ponga en satisfacer las necesidades de los clientes y en demostrar un alto rendimiento directivo, mayor será el cumplimiento del objetivo de los accionistas (Rey y Tirole, 1986).

El mercado de bienes y servicios no sólo afecta a la relación accionista-directivo, sino a todas las relaciones de agencia existentes en una organización empresarial y que son concomitantes a la labor comercial, entendida en sentido amplio (Hart, 1983).

En lo concerniente al mercado laboral directivo, éste actuará como herramienta de control de la labor gerencial si contribuye al relevo de los directivos cuando éstos desarrollan su labor de forma no eficiente. Teóricamente, si los directivos sienten la amenaza de ser despedidos cuando su labor no es buena, y si así ocurre cuando se constatan ineficiencias, el valor de la empresa aumentará, por el mayor desempeño de los actuales directivos que se sienten amenazados, o por el de los nuevos directivos que vienen a sustituirlos (Furtado y Rozeff, 1987; Weisbach, 1988; Bonnier y Brunner 1989). No obstante, los trabajos empíricos realizados para corroborar la hipótesis de que la rotación directiva repercute favorablemente sobre el valor de la empresa no son del todo concluyentes. Por una parte, hay estudios que constatan la ausencia de relación entre los reemplazos directivos y los resultados empresariales posteriores (Reinganum, 1985; Warner, Watts y Wruk, 1988; Mian, 2001) y, por otra, se argumenta que una sucesión directiva puede tener, incluso, un impacto negativo en la efectividad de la organización.

4. INCIDENCIA DE LA TITULIZACIÓN EN LA RESOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA

Una vez hecha una radiografía a los diferentes problemas de agencia accionista-directivos existentes, y a las soluciones propuestas para reducirlos, vamos a introducir la titulización como herramienta adicional que puede ayudar a que los directivos se separen en menor medida de los objetivos de los accionistas.

Tradicionalmente, como se puede constatar de la exposición hecha en el epígrafe anterior, la titulización no se ha considerado un resorte para hacer coincidir los intereses de los directivos con los de los propietarios. Esta ausencia creemos que se debe principalmente a la novedad de dicha fuente de financiación. En cualquier caso sostenemos la posición de que, dependiendo de cómo se utilice, la titulización puede tener efectos, también, en el modo en cómo se estructuran las relaciones o “contratos” entre los diferentes grupos de interés empresarial, centrándonos, en la relación accionista-directivo. En esta línea, la titulización de activos se erigirá en una buena herramienta para controlar y minimizar los problemas de agencia en tanto en cuanto genere los mismos efectos que los perseguidos por las diferentes herramientas (soluciones) descritas en el epígrafe anterior, o bien, consiga que dichas herramientas sean más eficaces.

Siguiendo a Iacobucci y Winter (2005), la esencia de la titulización puede simplificarse en la separación de la empresa de unos flujos de caja futuros (los generados por los activos cedidos) del resto. Tomando por válida la hipótesis de partida de estos autores al afirmar que los flujos de caja que se ceden, es decir, que se dejan de percibir en el futuro a cambio de un equivalente presente, son normalmente insensibles al esfuerzo de los gerentes. Esto hay que entenderlo en el sentido de que una vez se ha cerrado la operación comercial (venta de un producto o servicio, concesión de un préstamo, etc.) los flujos de caja que genera ese activo en el futuro son independientes de lo bien o lo mal que lo haga el equipo gerente a partir del momento de la cesión. Obviamente, el esfuerzo directivo condicionará la calidad y cantidad de esos activos (que el crédito sea concedido a un cliente con un riesgo de crédito pequeño, que esté bien diversificada la cartera de clientes, que no haya una elevada concentración de riesgos, etc.), pero una vez que el activo existe y se cede, la habilidad y el esfuerzo directivo no repercute significativamente en los derechos generados a futuro.

A continuación se enumeran las relaciones existentes entre la titulización de activos y los diferentes problemas de agencias accionista-directivo, argumentando en cada caso las razones por las que la titulización puede generar un relación de agencia más eficiente.

4.1. La titulización y la falta de esfuerzo directivo

El primer problema de agencia que se describe en §2.1 es el derivado del esfuerzo insuficiente de los directivos: El esfuerzo de los directivos puede dirigirse a actividades con menor valor añadido y descuidar otras que son más relevantes pero menos agradables. Si una empresa utiliza la titulización, o tiene en el horizonte llegar a utilizarla, deberá tener en cuenta que los activos comerciales susceptibles de titulización van a ser sometidos a un proceso de valoración y supervisión externa. Este examen o auditoria externa previsiblemente producirá en los gerentes un esfuerzo añadido para seleccionar correctamente sus clientes y, en definitiva, para llevar a cabo una labor inversora más eficiente. En definitiva, creemos que si los accionistas (vía consejo de administración) deciden iniciar o intensificar la titulización como fuente de financiación alternativa, los gerentes de la empresa van a tener más incentivos a esforzarse más, ya que ese esfuerzo (o falta de esfuerzo, en su caso) va a salir a la luz de una forma más rápida y objetiva gracias a los agentes externos que intervienen en la estructuración de una operación de titulización. De hecho, es común que las entidades que por primera vez llevan a cabo procesos de titulización tengan que realizar un sobreesfuerzo para alcanzar los estándares exigidos por la complejidad inherente en esta fuente de financiación: agrupación de créditos, que estos superen ciertas condiciones, informatización y estandarización de los procesos, recopilación y análisis de información, superación del examen que supone verse evaluado por terceros (agencias de calificación, por ejemplo), etc. Este ejercicio de “disciplina” puede activar y ayudar a la propia organización.

Creemos por tanto que debe tenerse en cuenta la hipótesis de trabajo de que la titulización, vía valoración externa y objetiva de los activos empresariales cedidos, mejorará el esfuerzo directivo.

Este argumento se refuerza si damos por bueno el supuesto de que los flujos de caja que se titulan son relativamente insensibles al esfuerzo directivo. En este caso, con más motivo, la titulización ofrecería la ventaja de aislar del ámbito directivo aquellos flujos de caja futuros sobre los cuales la actuación directiva no tiene la capacidad de influir significativamente y, por el contrario, permitiría a los gestores centrarse en los flujos de caja sobre los que sí pueden influir y mejorar.

Adicionalmente, la titulización puede reducir la falta de esfuerzo directivo mejorando la eficacia del mercado laboral directivo y de las políticas de remuneración directiva. Como se ha descrito en epígrafes anteriores, el mercado laboral directivo es una herramienta importante (Fama, 1980) para disciplinar a los directivos, en tanto en cuanto el resultado de la empresa influye sobre la reputación de sus gerentes, y ésta, sobre el mercado de trabajo de éstos. Partiendo de la referencia estándar (Holmström, 1982a, 1982b) relativa al impacto de los incentivos sobre las carreras de los directivos, quien formaliza el mecanismo reputacional en un modelo dinámico. Sintetizando, si el esfuerzo no es observable, no habrá incentivo a esforzarse. Y cuanto más observable sea el esfuerzo, más incentivo habrá a esforzarse. Aquí es donde la titulización entra a jugar su papel, ya que al permitir dissociar los flujos de caja que sí dependen del esfuerzo del gestor (que no se ceden) de los que no dependen (que se titulan) se consigue evaluar de forma más eficiente la labor del gestor, mejorando con ello los sistemas de incentivos e, indirectamente, el esfuerzo del directivo.

A su vez, desde el momento en el que mercado valore favorablemente las emisiones de titulización, dado que demuestran un mayor esfuerzo directivo, y dichos anuncios mejoren la valoración de la empresa, se va a producir otro fenómeno, relacionado también con la información asimétrica, más concretamente, con la selección adversa. La titulización puede actuar como una señal que comunica al mercado la buena disposición de los directivos a trabajar más, a involucrarse más en el empresa y a dar facilidades a ser supervisados y controlados de una forma

más eficaz. Se podría deducir, por tanto, que los directivos más eficientes se van a inclinar más por la titulización.

4.2. La titulización y el problema del flujo de caja libre.

El segundo problema de agencia planteado es el derivado del flujo de caja libre que pueden llegar a disponer los directivos y que derive en actuaciones de sobreinversión. Consideramos que la titulización también puede contribuir a reducir este problema. Nuestra posición se justifica en la conversión derivada de los flujos de caja que lleva implícita una operación de titulización.

Dado que la titulización implica la conversión de unos flujos de caja futuros por unos flujos de caja presente, y partiendo de la correcta valoración por las diferentes partes implicadas en la operación, se puede pensar que los directivos van a poder disponer de un volumen de flujo de caja (liquidez) equivalente ajustado por el riesgo retenido o cedido, y por lo tanto, van a poder incurrir en el mismo defecto de la sobreinversión. No obstante, hay que considerar que para que se dé el problema de la sobreinversión es necesario que los propietarios por una u otra razón, no controlen o supervisen a sus directivos (o tengan dificultades para hacerlo o incentivos para no hacerlo). Conforme más difícil sea el seguimiento que el accionista haga del flujo de caja libre generado en cada momento más grave llegará a ser el problema de las inversiones ineficientes. En este sentido, si el flujo de caja generado vía titulización es puntual, temporalmente hablando, y significativo, se puede suponer que sea más fácil de controlar por parte de los accionistas (al menos, los más activos) que si el flujo de caja se genera de forma fluctuante, en cuantías irregulares y difícilmente supervisables por parte de los accionistas a lo largo del ejercicio de explotación.

Por otra parte, si a lo anteriormente expuesto se añade la condición de que los flujos de caja que se titulan son relativamente insensibles al esfuerzo directivo, los gerentes no tendrán acceso (más allá del que puntualmente se obtenga inicialmente de la venta de los activos titulizados) a unos flujos de caja sobre los que ellos no pueden influir significativamente, limitando el acceso de los gerentes a los recursos sobre los que sí influye su labor gerencial, y reduciendo así, previsiblemente, el inconveniente de la holgura financiera excesiva. Si hay menos dinero que gestionar, menor será el riesgo de que se gestione mal. En este sentido, la titulización actuaría de forma similar a como actúa la deuda o la política de dividendos.

Incluso, yendo más lejos, aunque los gestores no tengan proyectos de inversión generadores de valor donde invertir el capital conseguido vía titulización, los procesos de titulización pueden ser útiles. Iacobucci y Winter (2005:180) argumentan que los gerentes, como consecuencia del proceso de supervisión y control al que están sometidos, podrían estar interesados en llevar a cabo operaciones de titulización para comprometerse, ante los accionistas, ante el mercado, etc. a renunciar a los flujos de caja futuros, y así asegurar de que no los van a malgastar, y utilizar el capital obtenido de la titulización para repartirlo entre los accionistas. Consistiría, por lo tanto, en utilizar la titulización como una herramienta para anticipar los flujos de caja futuros y, en caso de que la empresa no tuviese oportunidades de inversión eficientes, repartir el efectivo resultante de la venta de los activos entre los accionistas, evitando así que los gerentes malgasten esos recursos en el futuro. Los gestores pueden afrontar la presión de alcanzar este compromiso debido a los intereses de supervisores como los accionistas de referencia o la junta directiva, a la existencia de primas por incentivos, o al mercado de control corporativo (Iacobucci y Winter, 2005), argumento apoyado empíricamente por LoPucki (1999), que explicaría la utilidad de la titulización como herramienta para reducir los problemas de agencia.

4.3. La titulización y la miopía directiva.

La titulización puede ayudar al accionista en su búsqueda de maximizar el valor de la empresa, y en consecuencia, a que se lleven a cabo decisiones de inversión eficientes gracias al mayor control y supervisión que se va a llevar a cabo sobre los activos cedidos. En este sentido, si se da la circunstancia de que las decisiones de inversión llevadas a cabo por los directivos estén viciadas en tanto en cuanto buscan un propósito “resultadista” en el corto plazo (para justificar su “buena” gestión en la próxima junta general de accionistas, sacrificando para ello las oportunidades de inversión a más largo plazo más eficientes), los propietarios de la empresa van a tener dificultades para conocer y probar que dichos comportamientos ineficientes existen, sobre todo dado el incentivo a llevar un comportamiento tipo “polizón” por parte de los accionistas. Así, esta actitud destructora de valor puede permanecer oculta a los ojos de los accionistas mucho tiempo. Este ocultamiento estará favorecido, además, por la presentación de unos resultados a corto plazo, comparativamente mejores, frente a los que se deberían conseguir si se buscara la maximización del valor empresarial.

Ahora bien, si se inician procesos de titulización, los directivos van a verse “retratados” en el proceso de control, supervisión y valoración que implica toda titulización. Aunque es cierto que sólo en el largo plazo los proyectos de inversión van a demostrar ser buenos o no, si parte de los activos de una empresa son titulizados, en el proceso de valoración de dichos activos y a la hora de cuantificar su justo precio y su riesgo por parte de la sociedad gestora del fondo, empresas de rating, aseguradores, etc., se estimará qué características tienen esos activos y de ahí se obtendrá una estimación del valor del mismo. En este sentido, la titulización puede ser una herramienta para evitar que los directivos se escondan tras el factor “efecto a largo plazo” (diferencias temporales entre agente y principal) de las decisiones de inversión tomadas ya que éstas, vía titulización, pueden ser valoradas en el corto plazo. Además, se evitará la miopía directiva en tanto en cuanto, ya no es necesario que los proyectos generen valor en el corto plazo necesariamente, para poder venderlos como éxitos en un periodo breve de tiempo, sino que, aunque generen valor y sean eficientes en el largo plazo, el hecho de que sean bien valorados en fecha cercana por un proceso de titulización, también reportará en el corto plazo una recompensa. De esta forma, los accionistas van a tener un apoyo más para evaluar el desempeño de sus directivos, reduciendo así la asimetría informativa implícita en la relación accionista-directivo.

Por otra parte, si la titulización provoca grandes entradas puntuales de capital, y dicho capital es fácilmente controlable por los propietarios, va a ver menos incentivos a desestimar proyectos de inversión a largo plazo, con una mayor exigencia de capital y con valor actual neto positivo (eficientes), por inversiones a más corto plazo, posiblemente con requerimientos de capital menores y con un valor capital menor (no eficientes), aunque con unos beneficios a corto plazo mayores, reduciendo así el problema de la miopía directiva.

Se puede deducir, por tanto, que la titulización influirá sobre el problema de la “miopía” directiva haciéndolo menos intenso. En este sentido, se podrá analizar si aquellas empresas más susceptibles de incurrir en dicho problema, obtienen unos beneficios mayores derivados de la titulización, y si utilizan la titulización en mayor medida.

4.4. La titulización y el problema del riesgo

Los problemas de agencia encuadrados en la categoría de riesgo, se pueden evitar si existe un control más eficiente, tanto activo de los accionistas (en general, y del consejo de administración, en particular) como especulativo, derivado de los inversores potenciales, de los analistas de títulos, de las agencias de tasación, etc.

Como se ha indicado anteriormente, la titulización puede mejorar y hacer más eficaz estas labores de supervisión y control, de modo que todos los argumentos expuestos previamente también serían aplicables a la resolución del

problema del riesgo, por lo que no vamos a repetirlos. Sin embargo, hay una manifestación adicional de cómo la titulización favorece el seguimiento del control especulativo sobre la empresa, e indirectamente, sobre los que la dirigen.

La titulización, como fuente de financiación que es, va a tener un lógico elemento sustitución sobre las demás fuentes de financiación alternativas. Así, en buena lógica, se debería pensar que la titulización generará una reducción, en las empresas cedentes, de las emisiones de capital o de deuda, mecanismos que exigen a la empresa ser valorada por el mercado para estimar qué calidad crediticia y riesgo empresarial posee. En este sentido, podría pensarse que la titulización es una forma de evitar este control directo por parte del mercado. No obstante, esto no tiene por que ser cierto, dado que los procesos de titulización también llevan implícitos mecanismos de evaluación externa, tanto de la calidad de los activos cedidos como de las mejoras crediticias que, en primer lugar, las empresas cedentes normalmente ofrecen. Así, la titulización, más que evitar los mecanismos de evaluación y control del mercado, lo que hace es redirigir el objetivo de dichos controles. Ya no se observa la empresa en su conjunto (como cuando se lleva a cabo una ampliación de capital o una emisión de deuda), sino, fundamentalmente, la cartera de activos titulizados y que dejan de ser parte de la empresa cedente. “La titulización permite a los inversores expertos o a las agencias de calificación valorar el colateral independientemente del resto de la empresa” (Iacobucci, 2005:197). En este sentido, con la titulización, lo que consigue la empresa es que el mercado (léase, el supervisor y/o regulador, las empresas de calificación, los analistas de títulos, los inversores instituciones, los gerentes de fondos, los inversores particulares, en su caso, etc.) valore sus activos. Esta valoración tiene dos ventajas frente a la valoración global que estos agentes realizan sobre la empresa.

En primer lugar, esta supervisión es forzosa. La empresa que tituliza sus activos consigue que los agentes que deben intervenir en este proceso valoren sus activos. Está forzando una valoración del desempeño de los directivos, en tanto en cuanto se mide el valor de los activos que éstos han generado. El problema que muchas empresas tienen, sobre todo aquellas que por su tamaño no logran captar el interés de los mercados financieros, es que no hay un seguimiento continuado y fuerte sobre ellas, intensificando el problema de la asimetría informativa, menor en las empresas grandes. Los directivos de las empresas públicas, informativamente hablando (aquellas que tienen un elevado número de analistas tras de sí), son más conscientes de los riesgos que pueden generar actuaciones equivocadas, al estar más vigilados. Con la titulización, por tanto, las empresas captan el interés de los agentes supervisores sobre sus activos (al menos sobre los titulizados). Además, no sólo se valoran, sino que al hacerse por agentes independientes de la empresa y de la gerencia, se obtiene una información valiosa, para el mercado en su conjunto y para el consejo de administración, que se aprovechará de esa actividad supervisora externa en beneficio propio, y así tener un pilar adicional en donde apoyarse para valorar la habilidad y el esfuerzo de la gerencia.

La segunda ventaja que se puede destacar de la supervisión vía titulización se deriva de que está focalizada sobre unos activos concretos, los susceptibles de ser titulizados, generando con ello que el grado de profundidad de la valoración que se haga sea mayor que el efectuado normalmente por el mercado cuando se valora globalmente una empresa. Además, al ser un examen voluntario, la facilidad de valoración será mayor debido a que es la propia empresa la que aporta la información referente a dichos activos, información más detallada que la que se puede encontrar en las cuentas anuales que las sociedades anónimas están obligadas a presentar.

4.5. La seguridad en el empleo

Al introducir la ineficiencia generada por los diferentes intereses perseguidos por accionistas y directivos en lo concerniente a la estabilidad laboral de los gestores, se especificaron una serie de condiciones o circunstancias que van a intensificar dichas ineficiencias. Creemos que las empresas que titulizan van a poder controlar mejor estas circunstancias, y con ello limitar el problema que nos ocupa, el derivado de la estabilidad de los directivos.

En primer lugar, los directivos, en la dinámica por conservar sus contratos laborales, van a contar con una ventaja informativa importante: el factor tiempo. Así, aunque las decisiones que tomen los gerentes no sean eficientes, como el valor empresarial es una variable que se trasluce a largo plazo, los accionistas deberán soportar en el corto plazo labores ineficientes de sus directivos por la imposibilidad de descubrir dichas ineficiencias lo suficientemente rápido.

Si la empresa tituliza activos este ocultamiento de información va a ser menor debido a que tanto la gestión de los directivos como el valor de la empresa, al someterse a un examen y valoración internos, más estrictos, y externos, de otro modo posiblemente inexistentes, van a ser descontados en el momento presente o fecha de titulización. Este proceso de valoración propio de los procesos de titulización, que incluye también un exhaustivo análisis del riesgo de los activos, anticipa el valor de los activos, sin esperar a que efectivamente transcurran los meses o los años para evidenciar qué resultados genera, y con ello, indirectamente, el grado de desempeño de los gestores que han conseguido esa cartera de activos. Sin perjuicio de que la valoración derivada de la titulización no esté libre de las incertidumbres y riesgos que rodean cualquier valoración de activos, es evidente que va a ser un apoyo más (y a veces único) para anticipar al presente la labor directiva. Volviendo a la teoría de las señales, si los directivos se muestran partidarios de proceder a llevar a cabo titulizaciones, estarán emitiendo una señal al mercado de que están dispuestos a que terceros auditen o investiguen su labor, al menos, la concerniente a los activos objeto de titulización, reduciendo así la posibilidad de que se de la circunstancia anteriormente mencionada de escudarse en el factor tiempo para no mostrar su verdadero desempeño en el corto plazo y así utilizar esta baza para mejorar su estabilidad laboral, generando ineficiencias con ello.

Otro comportamiento que redundará en mayores ineficiencias, en relación con la estabilidad laboral de los directivos, es el incentivo que tienen éstos para desviar parte del presupuesto hacia actividades que mejoran la valoración del directivo, pero no necesariamente la de la empresa en su conjunto. Si se utilizan recursos financieros de la empresa para la formación del directivo, para el desarrollo de sus habilidades y conocimientos, el capital humano de la gerencia aumentará, y eso es, en principio, bueno para la empresa. El problema surge cuando el directivo, revalorizado con los recursos de la organización, exige unas mayores compensaciones a la misma, o simplemente, refuerza su posición en la empresa, generando con ello mayores costes a los accionistas. Así, se puede dar el caso, de que el directivo se enriquezca profesionalmente gracias a los recursos de la empresa y que el resultado de esa mayor capacitación laboral termine no siendo aprovechada por ésta, si se da la circunstancia de que el directivo finalmente termine firmando un contrato con otra empresa que, sin haber invertido en él, se beneficia de la inversión realizada por la empresa donde trabajaba. Pero si son los propios directivos los que determinan la asignación de los recursos, que se dé esta ineficiencia es más que verosímil.

La titulización puede reducir estas ineficiencias si existe un mayor control del flujo de caja. En última instancia, la problemática del flujo de caja libre y de los gastos e inversiones no eficientes, están relacionadas. En este sentido, por las razones ya expuestas en páginas anteriores, la titulización puede elevar el nivel de exigencia aplicable a los gerentes, máxime cuando se titulizan los activos cuyos rendimientos, que pueden ser inciertos, no dependen de la labor directiva. Asimismo, si gracias a la titulización tanto la monitorización de la labor directiva

por parte de los accionistas, como la eficiencia del mercado laboral directivo, son más eficaces, previsiblemente se reducirá también el problema de las acciones ineficientes tendentes a mejorar la estabilidad del directivo.

4.6. Intereses privados

Por lo expuesto hasta ahora, se puede considerar que la titulización puede reforzar la relación entre el valor empresarial y el desempeño de los gerentes, debido, entre otros factores, a que mejora la eficacia del control directo de los gerentes y del control o supervisión corporativos. Por lo tanto, la titulización, en principio, ayudará a minimizar el problema derivado de que los objetivos privados de los directivos no coincidan, o incluso, no sean compatibles, con los de los accionistas.

Si los argumentos expuestos a la hora de justificar la idoneidad de la titulización como herramienta para controlar los problemas derivados del esfuerzo insuficiente, flujo de caja libre, miopía, riesgo y seguridad en el empleo, nos llevan a pensar que la titulización ayuda a los accionistas a supervisar con mayor eficacia el desempeño de los directivos, ya sea de forma directa o indirecta, apoyados en los diferentes mercados en los que se desenvuelve la empresa (de bienes y servicios, de directivos, de control empresarial, de capitales, etc.), podremos concluir que la titulización también servirá para controlar el problema de los intereses particulares de los gestores.

5. RESUMEN

Sin perjuicio de que la titulización de activos sea una herramienta con una amplia gama de efectos sobre determinados aspectos de la gestión empresarial: consecución de financiación, gestión y control de riesgos, saneamiento del balance y mejora de la solvencia empresarial, incremento de la rentabilidad y del negocio empresarial, logro de arbitraje regulatorio, etc., también consideramos interesante intentar llegar a conclusiones sobre la influencia que pueda tener la titulización sobre un aspecto donde las interrelaciones han sido menos estudiadas: la resolución de los problemas de agencia.

Todos los problemas de agencia descritos surgen de las divergencias de objetivos entre gestores y accionistas, y de la dificultad de éstos para controlar y monitorizar la gestión de aquellos. Si la titulización sirve para controlar más eficazmente la labor de los directivos, éstos tendrán menores incentivos a perseguir intereses particulares y alejarse de las directrices marcadas por los propietarios.

En este trabajo hemos argumentado las razones por las que consideramos que esta herramienta de financiación puede cumplir con este objetivo, basándonos en la mayor exigencia sobre la labor de los directivos que implica utilizar esta fuente de financiación, en el alineamiento de objetivos directivos y accionariales conseguido, y en la mayor facilidad de monitorizar el esfuerzo y gestión de los gestores, tanto por parte de los accionistas como por parte de los mercados.

Una vez descritos los efectos que la titulización puede tener, indirectamente, en el reforzamiento de las herramientas clásicas utilizadas en el control de la labor de los directivos y, directamente, en la reducción de los problemas de agencia (esfuerzo directivo insuficiente, flujo de caja libre, miopía directiva, percepción y asunción de riesgos, seguridad en el trabajo, y la existencia de intereses privados), cabe plantearse la utilidad de esta herramienta de financiación para conseguir hacer más eficiente la gestión de los directivos aumentando con ello el valor de las organizaciones.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A. y Knoeber, C. R. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3):377-397.
- Almoguera Gómez, A. (1995): *La titulización crediticia (Un estudio interdisciplinar)*. Civitas, Madrid.
- Ang, J. S.; Cole, R. A. y Lin, J. W. (2000): "Agency costs and ownership structure", *Journal of Finance*, 55(1):81-106.
- Banco de España (2005): *Memoria de supervisión bancaria en España 2004*, Banco de España, Madrid.
- Bathala, C. T., Bowlin, O. D. y Rao, R. P. (1995): "Debt structure, insider ownership, and dividend policy: a test of the substitutability hypothesis in an agency framework", *Research in Finance*, 13:237-260.
- Berle, A. A. y Means, G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, Nueva York.
- Blanco García, S., Baquero López, M. J. y Carvajal Molina, P. (2001): *El proceso financiero de titulización de créditos*. Universidad Rey Juan Carlos, Dykinson, Madrid.
- Byrd, J., Parrino, R. y Pritsch, G. (1998): "Stockholder-manager conflicts and firm value", *Financial Analysts Journal*, 54(3):14-30.
- Castilla, M. (2002): *Titulización de créditos*. Civitas, Madrid.
- Da Silva, J.M. y Fuente, G. de la, (2006): "Dividendo, expropiación y oportunidades de crecimiento en la empresa brasileña", *documento de trabajo de la Universidad de Valladolid*, octubre.
- Easterbrook, F. (1984): "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, 74(4):650-659.
- Fama, E.F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88(2):288-307.
- Fama, E.F. y Jensen, M. C. (1983a): "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26(2):327-349.
- Fama, E.F. y Jensen, M. C. (1983b): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26(2):301-325.
- Fortuna Lindo, J.M. (1999): *Discrecionalidad directiva, costes de agencia y mecanismos de control en las ofertas públicas de adquisición de acciones en España*, Tesis Doctoral presentada en la Universidad de Valladolid, dirigida por Valentín Azofra Palenzuela.
- Freixas, X. y Valero, F. (1993): "Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 42: 77-86.
- Furtado, E. P. H. y Rozeff, M. S. (1987): «The wealth effects of company initiated management changes», *Journal of Financial Economics*, 18(1):147-160.
- Gangwani, S. (1998): "MBS structuring: concepts and techniques", *The Securitization Conduit*, 1(3):26-37.
- Gaver, J. J. y Gaver, K. M. (1995): "Compensation policy and the investment opportunity set", *Financial Management*, 24(primavera):19-32.
- Gold, D.L. y Schlueter, J. (1993): "Credit risks and their analysis in asset securitization", en Stone, Zissu y Lederman, 153-167.
- Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980): "Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, 2(1):42-64.
- Harris, M. y Raviv, A. (1991): "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, 46(marzo):297-356.
- Hart, O. D. (1983): "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, 14:366-382.
- Holmström, B. (1982a): "Managerial incentive problems: a dynamic perspective", *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck*, Swedish School of Economics, Helsinki. Reimpreso en *Review of Economic Studies* 66 (1999):169-182.
- Holmström, B. (1982b): "Moral hazard in teams", *Bell Journal of Economics*, 13:324-340.
- Iacobucci, E.M. y Winter, R.A. (2005): "Asset securitization and asymmetric information", *Journal of Legal Studies*, 35(1):161-206.
- Informe Olivencia (1998): "Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades", íntegro en <http://www.cnmv.es/delfos/tendencias/govsocot.pdf> o en *Economía* 3, 1999, 93:15-43.
- Jain, A. y Gupta, S. (1987): "Some evidence on herding behavior of U.S. banks", *Journal of Money, Credit and Banking*, 19(1), pp. 78-89.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P. y Zorn, T. S. (1992): "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2):247-263.

- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976): "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.
- Jensen, M.C. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporative finance and takeovers", *American Economic Review*, 76(2):323-329.
- Keighley, J. E. (1993): "Risks in securitizations transactions", en Stone, Zissu y Lederman, 99-108.
- La Torre, M. (1995): *Securitisación e Banche*, Il Mulino, Bologna.
- Levenfeld, G. y Sousa, R. (1992): "Cuándo y por qué titular", *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, 18-19:151-166.
- LoPucky, L. (1999): "The irrefutable logic of judgment proofing: a reply to Professor Schwarcz", *Stanford Law Review*, 52:55-71.
- Lozano García, B.; de Miguel Hidalgo, A. y Pindado García, J. (2002): "Papel de política de dividendos en las empresas reguladas", *Investigaciones Económicas*, 26(3):447-474.
- Lozano García, B.; de Miguel Hidalgo, A. y Pindado García, J. (2004): "El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución", *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 813:225-242.
- Lozano García, M.B. (2005) "El mercado de control empresarial ante el conflicto de agencia accionista-directivo", *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 823:217-233.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 38(2):163-184.
- Mian, S. (2001): "On the choice and replacement of chief financial officers", *Journal of Financial Economics*, 60:143-175.
- Miller, M.H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34:411-433.
- Muñoz Labiano, X. (2001): *Titulización de activos financieros y valoración de bonos de titulización*. Tesis doctoral presentada en la Universidad de Navarra.
- Myers, S.C. (1984): "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39(3):575-592.
- Myers, S.C. (1993): "Still searching for optimal capital structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1):4-14.
- Myers, S.C. y Majluf, N.S. (1984): "Corporate financing and investors decisions when firms have information investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2):187-221.
- Noronha, G. M., Shome, D. K. y G. E. Morgan (1996): "The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions", *Journal of Banking and Finance*, 20:439-454.
- Pitelis, C. N. y Sugden, R. (1986): "The separation of ownership and control in the Theory of the Firm", *International Journal of Industrial Organization*, 4:69-86.
- Rey, P. y Tirole, J. (1986): "The logic of vertical restraints", *American Economic Review*, 76:921-939.
- Rozeff, M. S. (1982): "Growth, beta and agency costs as determinants of dividends payout ratios", *Journal of Financial Research*, 5:249-259.
- Sardá García, S. (2005): *La titulización de derechos de crédito futuros: propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista*, Tesis doctoral, Universidad Rovira i Virgili.
- Shenker, J. y Colleta, A. (1991): "Asset securitization evolution current issues and new frontiers", *Texas Law Review*, 69:1369 y ss.
- Stone, Ch., Zissu, A. y Lederman, J. (1993): *The global asset backed securities market*, Probus Professional Pub., Chicago-Illinois.
- Tirole, J. (2001): *Lecture Notes on Corporate Finance*, Université de Toulouse.
- Warner, J. B., Watts, R. L. y Wruck, K. H. (1988): "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, 20(1-2):461-492.