

# Noticias de la regulación\*

Nº 51

enero de 2005

## EDITORIAL

¿Realizará finalmente hoy el capitalismo financiero la quimera de un capitalismo de gobernanza accionaria? M. Aglietta y A. Rebérioux analizan el origen jurídico de esta concepción, demuestran las aporías de un control externo, la colusión real de las direcciones con las finanzas de mercado, la inevitable trampa que implica y los riegos de crisis que implica\*. Proponen considerar a la firma como el lugar inevitable de un compromiso deliberativo entre el capital y el trabajo asalariado. Lo que implicaría profundas reformas con vistas a constituir lo que denominan la “empresa asociativa”.

\*M. Aglietta y A. Rebérioux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, París.

## PUNTO TEÓRICO

### Las regulaciones del capitalismo financiero

*Michel Aglietta*

FORUM (Universidad Paris X – Nanterre) y Cepii [aglietta@cepii.fr](mailto:aglietta@cepii.fr)

*Antoine Rebérioux*

FORUM (Universidad Paris X – Nanterre) [antoine.reberioux@u-paris10.fr](mailto:antoine.reberioux@u-paris10.fr)

En 2001, dos de los más eminentes representantes de la *Law and economics* afirmaban, en tono profético, el “fin de la historia” en materia de gobernanza de las empresas, ya que el modelo estadounidense se imponía a través del mundo (Hansmann y Kraakman, 2001). Este modelo le otorga un peso decisivo a los accionistas dispersos, emblema del capitalismo popular. Se inscribe más ampliamente en un modo de regulación dominado por los mercados financieros.

Los grandes cambios bursátiles de marzo de 2000, los escándalos financieros de la era Enron y la captura de las ganancias por los dirigentes fueron las patologías más evidentes de las contradicciones propias de este modo de regulación. La preservación de los mercados financieros por el banco central de Estados Unidos, a partir del inicio del año 2001, provocó además una transferencia masiva del endeudamiento de las empresas hacia los hogares que adquirían bienes inmobiliarios, de los hogares más ricos hacia el Estado federal, y de toda la economía hacia el resto del mundo.

Para captar las principales fuentes del dinamismo del

capitalismo financiero, conviene utilizar las teorías de la empresa por un lado, y la macroeconomía del sistema financiero por otro, develando así las influencias recíprocas entre estos niveles de análisis. En efecto, el capitalismo financiero se apoya sobre una doctrina particular de la empresa, la de la “soberanía accionaria”. Esta doctrina legitima el control de las empresas por los accionistas. Ante la imposibilidad de efectuar desde el exterior una supervisión real de la actividad de los dirigentes, este control se objetiviza en una norma de gestión, bajo la forma de una obligación de resultados o una exigencia de rentabilidad financiera. La generalización de este imperativo es una fuente de inestabilidad endógena de los mercados de capitales. De lo que se sigue que las desviaciones del capitalismo contemporáneo no pueden corregirse sin cambios significativos en la gobernanza de las empresas.

#### 1. Las aporías del control accionario

La doctrina de la soberanía accionaria, de origen jurídico, hace de la empresa un objeto de propiedad, cuyos sujetos son los accionistas. Éstos, en consecuencia, poseen un derecho real de propiedad sobre las empresas. El análisis económico

\* *Noticias de la regulación* es traducción de la *Lettre de la Régulation*, publicación cuatrimestral del CEPREMAP. La *lettre de la Régulation* se financia con los aportes de los miembros de la Asociación Recherche et Régulation, cuyo presidente es Robert Boyer [robert.boyer@cepremap.cnrs.fr](mailto:robert.boyer@cepremap.cnrs.fr). Difunde toda la información referida a publicaciones, seminarios, coloquios y otras actividades de investigación en relación con el enfoque de la teoría de la regulación. Estas informaciones pueden hacerse llegar a Henri Nadel, redactor en jefe de *La Lettre de la régulation* GERME/Univ. Paris 7/Denis-Diderot, département d'économie, 2 place Jussieu, 75005 Paris, [henri.nadel@paris7.jussieu.fr](mailto:henri.nadel@paris7.jussieu.fr). Traducción y edición en español y su difusión en los países de América Latina, España y Portugal: CEIL-PIETTE CONICET, Saavedra 15 P.B. 1083 Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4953 7651 Fax (54 11) 4953 9853 e-mail: [publicaciones@ceil-piette.gov.ar](mailto:publicaciones@ceil-piette.gov.ar), <http://www.ceil-piette.gov.ar>. Director de la publicación: Julio César Neffa. Traducción: Lucía Vera. Corrección: Graciela Torrecillas.

justifica esta soberanía de los accionistas señalando los riesgos que corren en el marco de la actividad empresarial con relación a los demás participantes (asalariados, acreedores, etc.). Esta doctrina fundamenta, desde el comienzo del siglo XX, los principios jurídicos que encuadran a las sociedades que cotizan en bolsa en Estados Unidos. Ha impregnado particularmente al derecho bursátil, de origen federal.

La doctrina del dominio soberano de los accionistas entra, sin embargo, en tensión con el segundo pilar constitutivo del capitalismo financiero: la promoción de la liquidez de los mercados de capitales<sup>1</sup>. Esta liquidez tiene dos efectos. Por un lado, lleva a una “separación de la propiedad y el control”, como lo observaron por primera vez Berle y Means (1932). Dispersos, los accionistas no tienen los medios de ejercer su dominio soberano; el control de las empresas se les escapa. Por otro lado, esta liquidez reduce el riesgo que asumen los accionistas, que pueden diversificar su cartera. La justificación económica de la primacía otorgada a los accionistas, en términos de riesgo, pierde así su pertinencia.

Sin embargo, esta tensión no ha llevado a un rechazo de la doctrina. Adormecida durante mucho tiempo, la idea de una primacía de los accionistas cobró una nueva vigencia en los años 1970, en la teoría y en la práctica: la pérdida de control de los accionistas entonces pensada según la modalidad de la *desposesión*.

El avenimiento del “contractualismo” a la ciencia económica y su extensión progresiva al campo jurídico (con la corriente *Law and economics*) constituyeron un poderoso vector de difusión y de legitimación de la soberanía accionaria. El modelo del principal y del agente ha tenido en esta materia un papel clave, en la medida en que ofrece una representación formal de la idea de desposesión. Según este modelo, los dirigentes son “incorporados” por los accionistas para servirlos. Sin embargo, el oportunismo de estos dirigentes, unido a las ventajas en términos de información de que disponen en relación con la gestión de la empresa, requiere la implementación de barreras para prevenir tanto como sea posible los desvíos de valor<sup>2</sup>.

La actualización de esta doctrina en el orden de las prácticas de gobernanza de la empresa ha consistido en el establecimiento de dispositivos externos e internos, que tratan de paliar la incapacidad estructural de los accionistas “líquidos” para ejercer su control soberano. En lo externo, se ha otorgado un papel decisivo a las tomas de control hostiles, codificadas por el derecho bursátil y el derecho de las sociedades, y por los intermediarios de la información financiera, los *gatekeepers*. Estos últimos (auditores,

analistas financieros y agencias de calificación) están entonces encargados de verificar y de sintetizar la información contable destinada a los inversores. En lo interno, la tarea de restablecer el derecho real de los accionistas le corresponde al consejo de administración (*board of directors*). La doctrina pretende así que el consejo recibe un mandato de los accionistas para supervisar a los dirigentes. Con el fin de garantizar el papel estrictamente disciplinario de este consejo, la independencia de los administradores con relación a la dirección es erigida como un imperativo categórico. Aunque es grande la dificultad para darle un contenido práctico a esta idea de independencia, tiende a confundirse con un criterio de exterioridad. La exterioridad debe entenderse con relación a la empresa, pero también, con frecuencia, con relación al sector de actividad. De esta manera se garantiza la ausencia de vínculos familiares, financieros, sociales, etc. entre controladores (administradores) y controlados (los dirigentes). Pero, por eso mismo, el consejo pierde la capacidad de control que le confería su estatuto interno, por la vía de un conocimiento particular de la empresa y de su gestión. En su lugar, se ejerce un control *ex post*, distante, a la manera de los *gatekeepers*. Entonces, en la soberanía accionaria se da la paradoja de que se introduce en el centro mismo de este órgano, cuya razón de ser se debe, precisamente, a su “interioridad”.

Una característica esencial de la gobernanza propia del capitalismo financiero se manifiesta aquí: la ausencia de contrapoder interno de la empresa. Resulta útil, respecto a esto, poner esta configuración en paralelo con el tipo ideal de la firma “fordista”, donde se efectuaba un control de común acuerdo por los accionistas poseedores de bloques de control (inexistente en los mercados líquidos), la tecnoestructura interna (debilitada por la destrucción de los estratos jerárquicos) y los representantes del personal (apartados, por definición, de una gobernanza pro-accionaria). De esta manera, la voluntad de conjugar liquidez y control –fundamento del capitalismo financiero– implica una exteriorización del control, de la cual resulta una vacuidad del control y una des-responsabilización de la gestión de las empresas. Este punto es el más claramente ilustrado por los escándalos financieros de la era Enron, donde se pudo ver cómo fallaban de manera sistemática los dispositivos de control pro-accionarios.

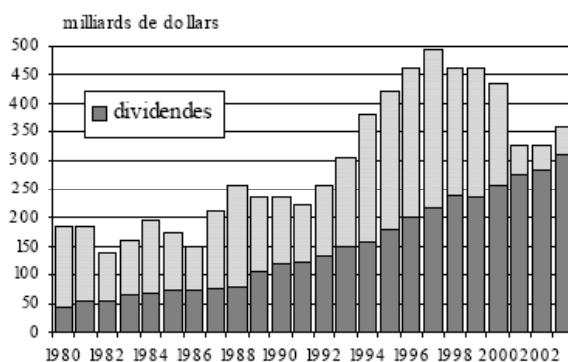
## 2. Las exigencias de rentabilidad financiera

La incapacidad de los accionistas para controlar efectivamente a los dirigentes –en contradicción con las pretensiones expresadas– no debe llevar a minimizar los cambios que afectaron a las empresas que cotizan en bolsa desde los años 1970. La potencia del capital financiero se expresa principalmente en la imposición de criterios obligatorios de rentabilidad financiera. La competencia entre los fondos de inversión para atraer el ahorro colectivo se deriva hacia las empresas, juzgadas por esos fondos según su capacidad para responder a las exigencias financieras que se le imponen. El gráfico que sigue, donde se describe la evolución de la parte de los dividendos en la ganancia de las sociedades de Estados Unidos, da una idea de la amplitud de la redistribución que se opera, dentro de las empresas, a favor de los accionistas.

<sup>1</sup> Entendiendo por liquidez la posibilidad de deshacerse con la mayor rapidez de un activo, sin pérdida de su valor.

<sup>2</sup> No afirmamos que exista un vínculo necesario y lógico entre el contractualismo en la teoría de la firma y la defensa de la soberanía accionaria. Nuestro argumento es aquí de otra naturaleza y tiene más que ver con una sociología de la ciencia: como una aplastante mayoría de autores se inscriben en una perspectiva contractualista y se interesan en la gobernanza de la empresa, se han vuelto los promotores de esta doctrina. Sobre este punto, véase Rebérioux (2005).

Evolución de la proporción de los dividendos en el total de las ganancias (antes de pagar impuestos) para las sociedades no financieras (sin considerar la agricultura) en Estados Unidos



Fuente: Flow of funds, Reserva Federal, cuadro F 102

El *Economic Value Added* (EVA) (Valor Económico Agregado) constituye el indicador emblemático de la soberanía accionaria, en la medida en que, en teoría, fundamenta las exigencias del capital financiero. A pesar de que no todas las sociedades que cotizan en bolsa han adoptado tal cual este indicador, por su amplia difusión ha contribuido a legitimar las exigencias de rentabilidad financiera de los fondos de inversión (Plihon y otros, 2002). La expresión más simple del EVA de una empresa es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 EVA &= R - k \cdot FP = (ROE - k) \cdot FP \\
 &= (ROA - Cmpc) \cdot K
 \end{aligned}$$

$R$  representa el resultado neto de la empresa,  $k$  el rendimiento de equilibrio de los fondos propios previsto por el MEDAF<sup>3</sup>,  $FP$  el valor contable de los fondos propios,  $ROE$  (*Returns On Equity*) la rentabilidad financiera (o sea la relación  $R/FP$ ),  $ROA$  (*Return On Asset*) la rentabilidad económica,  $Cmpc$  el costo promedio ponderado del capital y  $K$  el valor total del activo (deudas más fondos propios). Esta ecuación hace aparecer la especificidad del EVA: mientras la riqueza que corresponde a los accionistas es normalmente medida con el resultado neto ( $R$ ), aquí se considera que el valor realmente creado por los accionistas proviene de los excedentes registrados con relación a la rentabilidad exigida por el mercado ( $k, FP$ ). El rendimiento de equilibrio del mercado se vuelve un rendimiento mínimo. La situación del accionista está profundamente modificada (Lordon, 2000). De acreedor residual, el accionista se transforma, mediante el EVA, en acreedor privilegiado, a la manera de los prestamistas.

<sup>3</sup> El MEDAF (Modelo de Evaluación de los Activos Financieros) fue desarrollado en los años 1960. Permite calcular la prima esperada por los inversores racionales por la posesión de activos de riesgo (cuya volatilidad es importante).

Adquiere garantías de retorno sobre su inversión. Aunque estas garantías no son contractuales, no por eso son menos efectivas. Este cambio, hay que señalarlo, vuelve a encontrar en falta la justificación económica última de la soberanía accionaria: la toma del riesgo.

La creación de valor de las acciones procede así de una lógica de desequilibrio, instaurada como objetivo permanente. La inconsistencia macroeconómica de este principio es evidente. En el nivel microeconómico, los métodos para estimular el rendimiento financiero más allá de lo que permite el potencial económico de las empresas están sostenidos por cotizaciones bursátiles elevadas y dirigidas a mantener el alza especulativa de las cotizaciones en bolsa. Estos métodos combinan el aumento de la palanca del endeudamiento<sup>4</sup>, el crecimiento externo, la reducción de la base de activos de las empresas (estrategia *asset light*) y la compra de acciones.

La reducción de la base de activos incrementa automáticamente la rentabilidad económica (*ROA*), mientras que la compra de acciones aumenta la rentabilidad financiera (*ROE*). La ecuación de más arriba muestra que esto se traduce en un aumento del EVA. El incremento de la rentabilidad financiera pasa también por la introducción en los fondos propios de elementos cuya valorización depende en gran parte de la discreción de los dirigentes. El crecimiento externo ofrece la oportunidad, sobre todo si las empresas que se prestan a ello tienen cotizaciones bursátiles suficientemente elevadas como para que las acciones sirvan de moneda de cambio ventajosa. En efecto, las fusiones permiten ravalorizar ampliamente los activos inmateriales de las empresas adquiridas y aprovechar las diferencias de adquisición. Los bancos de negocios y sus analistas tienen un papel considerable en estas operaciones, al subvalorar los valores de adquisición, y recomendando expresamente las acciones del conjunto consolidado para la compra por los inversores institucionales. Quedan por realizar las plusvalías potenciales des-consolidando, por reventas prudentes, los activos más valorizados por el mercado, y luego extrayendo el *cash-flow* de la empresa por medio de la práctica de *stock options*. Se emite una deuda suplementaria para que las sociedades vuelvan a comprar sus propias acciones de manera de conservar el control administrativo de las sociedades, evitando la dilución de los fondos propios, profesando al mismo tiempo un vasallaje a la soberanía accionaria. Así, los dirigentes comprometidos con estas estrategias de creación de valor, y apoyados por los actores de las finanzas, conservan los instrumentos del poder desplegado para enriquecerse personalmente.

Este proceso deja, sin embargo, escorias, activos invendibles porque no son rentables, que se depositan en el juego de las consolidaciones y des-consolidaciones. Es allí donde los fraudes tuvieron, con frecuencia, su raíz. Para desembarazarse de esos activos con ganancias, los dirigentes organizaban ventas ficticias con ayuda de los

<sup>4</sup> Si la tasa de interés está por debajo de  $k$  (el rendimiento de la cartera diversificada del mercado bursátil) la palanca del endeudamiento reduce el costo promedio ponderado del capital e incrementa por lo tanto el EVA (véase la ecuación expresada más arriba).

bancos de negocios. Entidades financieras con una finalidad especial (*Special Purpose Entities*), falsamente independientes de las sociedades vendedoras, “compraban” esos activos a precios groseramente subvaluados. Esas transacciones sólo están garantizadas, en última instancia, por las acciones de la sociedad vendedora, ya que ésta es secretamente portadora del riesgo sobre las deudas emitidas por la entidad especial para hacer las transacciones ficticias. Enron, por ejemplo, había creado no menos de 3.000 entidades especiales para contabilizar ganancias ficticias y disimular sus deudas abismales.

En resumen, los dirigentes comprometidos en el juego de las finanzas de mercado llevan a cabo operaciones que el sistema financiero acompaña, proponiendo conductas arriesgadas y alentando innovaciones audaces en relación con los estándares prudenciales aceptables. Unidas a una incapacidad estructural de los actores y de los dispositivos encargados del control (véase más arriba), las tensiones inducidas por esos comportamientos se resolvieron en operaciones fraudulentas, que se multiplicaron en Estados Unidos hacia el final del siglo<sup>5</sup>. La soberanía accionaria fracasó precisamente allí donde se suponía que tenía que triunfar: llevó a una des-responsabilización de los dirigentes, que puede observarse de la manera más clara con la explosión de las remuneraciones patronales vinculadas a los *stock options*. Así, según la encuesta realizada regularmente por la revista *Business Week*, en 1980 el ingreso medio de los dirigentes de las más grandes empresas estadounidenses representaba cuarenta veces el salario medio de un obrero; en 1990, ese ingreso era 85 veces más importante y en 2003, cuatrocientas veces más elevado. El nuevo capitalismo no ha disciplinado a sus dirigentes; ha transferido el control desde una élite administrativa “arraigada” a una élite administrativa “financiarizada”, sostenida por consultorías y otros actores de las finanzas. Los accionistas ganan cuando las cotizaciones bursátiles suben; los asalariados pagan los gastos, siempre.

La tesis más difundida que trata de dar cuenta de la multiplicación de los escándalos financieros de los pesos pesados de la calificación estadounidense, señala las fallas del control –particularmente de los auditores, analistas y administradores- por falta de independencia<sup>6</sup>. Esta interpretación de la crisis presidió la redacción de la ley Sarbanes-Oxley (julio de 2002), dirigida a contener los comportamientos desviados<sup>7</sup>. Nuestro análisis toma esta

<sup>5</sup> Europa también resultó afectada por escándalos de gestión, pero en menor proporción. Esto debe relacionarse con una financiarización menos avanzada de la economía. Se observará, por otra parte, que las empresas que fueron la comidilla de la actualidad eran empresas que entraron plenamente en el juego de los mercados de capitales y del crecimiento externo, ya se tratara de Parmalat o de France Telecom.

<sup>6</sup> Coffee (2002) propone la versión más acabada de esta tesis.

<sup>7</sup> Además de un refuerzo de las penas en caso de desviación, las dos medidas principales de esta ley son un más estricto encuadre de las actividades de auditoría y un incremento de la independencia de los administradores.

interpretación al revés: las fallas del control son *consustanciales* con un modo de gobernanza enteramente dirigido hacia la satisfacción del interés de accionistas que buscan antes que nada la liquidez de sus compromisos. En otras palabras, el origen de la crisis se debe antes que nada al aumento de poder, desde hace tres décadas, del modelo de la soberanía accionaria. Tratar de reforzar los dispositivos de control pro-accionariado, es tomar el efecto por la causa, con el riesgo de agravar las desviaciones actuales.

### 3. La inestabilidad de los mercados de capitales

La creación de valor para los accionistas es también un factor de perturbación de la evaluación bursátil. La búsqueda sistemática de ganancias en exceso del rendimiento equilibrado del mercado, cuando es validada en las cotizaciones bursátiles, alimenta expectativas ilusorias, ya que son imposibles de realizar en los resultados de explotaciones futuras. Se trata entonces de una burbuja especulativa, provocada por la norma de gestión que los fondos de inversión imponen, pero que la élite financiera desvía por los métodos mencionados más arriba.

Las incitaciones a los excesos bursátiles inducidos por el valor accionario encuentran un terreno propicio. En efecto, el mundo de la evaluación de los activos es no-gaussiano, contrariamente a las hipótesis teóricas que suponen que los mercados son eficientes. Dicho de otra manera, las bolsas son atraídas hacia movimientos extremos por su propia dinámica endógena, con mucho más frecuencia que si las cotizaciones siguieran un camino aleatorio. La razón se encuentra en la multiplicidad de fuentes de incertidumbre que interfieren en la formación de los precios de los activos. No son sólo las ganancias futuras, sino también los componentes de la tasa de actualización (tasas de interés futuras y prima de riesgo) las que son variables inciertas. Pero algunas fuentes de incertidumbre, que hacen variar la confianza en la liquidez de los mercados, son puramente auto-referenciales. Hacen posibles cifras desorientadoras que se transforman de manera imprevisible: aumentos acumulativos de las cotizaciones con escasa volatilidad pero interrumpidas brutalmente por el derrumbe de las burbujas, períodos de alza violenta de la volatilidad sin que se esboce una tendencia ni una estabilización, marasmos prolongados sin recuperación de los niveles anteriores.

Pero las mayores perturbaciones, desde el punto de vista de la economía global, provienen de los intensos vínculos entre los mercados de acciones y los mercados de deudas. Hemos visto más arriba porqué el endeudamiento es un poderoso medio para satisfacer los criterios financieros del valor accionario. Ahora bien, la calidad del endeudamiento depende del valor de los activos, valor que se estima a partir del precio de las acciones. Si el mercado bursátil está embarcado en una burbuja especulativa, a su vez alimentada por las operaciones de crecimiento externo y de reventa de activos financiados con deudas, la calidad de las deudas es ilusoria. En efecto, esta calidad se apoya en la falsa garantía de activos sobrevaluados. Así, el proceso que lleva a evaluar las deudas a partir de la capitalización bursátil subestima los riesgos del crédito cuando los mercados de acciones están burdamente sobrevaluados. De lo que resulta un sobreendeudamiento que prolonga la

euforia bursátil y que conduce a una crisis financiera cuando la burbuja bursátil estalla. Entonces aparece la fragilidad de los balances de las empresas; los intentos de reestructurar los balances (por ejemplo, por venta de los activos no estratégicos) refuerzan la deflación financiera, es decir el movimiento de caída del precio de los activos.

La deflación financiera transmite tendencias recesivas a toda la economía: presiones sobre los costos trasladadas a los salarios, ruptura drástica de la inversión que deprime la demanda global, alza brutal de las primas de riesgo que trae consigo una elevación general de la preferencia por la liquidez. Entonces la evolución macroeconómica depende enteramente de la política monetaria. Desde este punto de vista, el banco central de los Estados Unidos ha tenido un papel decisivo, previniendo la deflación al llevar, en el período 2001-2002, toda la curva de las tasas de interés a niveles extraordinariamente bajos. Se operó así una transferencia masiva del riesgo de las empresas hacia los hogares, salvaguardando la rentabilidad de las sociedades.

La inestabilidad de los mercados bursátiles, cualquiera sea su origen, es un obstáculo importante para la regulación del capitalismo financiero. Hemos señalado el papel de esos mercados en la disciplina supuestamente ejercida sobre los dirigentes, por la vía de las OPA/OPE y las *stock-options*, pero las distorsiones de los precios de las acciones, alimentadas por esos dirigentes, llevan necesariamente a asignaciones ineficaces del capital. Así es como las fusiones y adquisiciones del final de los años 1990 destruyeron masivamente el valor para los accionistas, cuando el cambio bursátil transformó el *goodwill* prometido en pérdidas abiertas que debían provisionarse. Fue así como las *stocks options* no contabilizadas como costos de explotación constituyeron una bomba para drenar el *cash-flow* con ventaja únicamente para los miembros de la élite financiera.

#### 4. La naturaleza asociativa de la empresa

Así como el fordismo encontró sus límites sociales en la aspiración del sistema salarial a una organización del trabajo alternativa y a un consumo más diversificado, los cambios actuales pueden hacer dudar sobre la perennidad de un capitalismo financiero marcado por una desresponsabilización creciente en la gestión de las empresas. En particular, uno puede preguntarse sobre el carácter sustentable del aumento de las desigualdades intra-firmas.

Nuestro análisis lleva lógicamente a hacer de la empresa y de su gobernanza el centro de un modo de regulación que, tomando en cuenta los avances de la finanzas de mercado, le permite al capitalismo reconciliarse con el progreso social. Entonces la empresa debe ser considerada como una de las formas institucionales (estructurales) del capitalismo. Por otra parte, y en ruptura con la concepción contractual, un análisis económico no-normativo de la creación de riqueza en la empresa debe reconocer el carácter colectivo de ese proceso. El mismo requiere una coordinación de las competencias específicas que constituyen la empresa. Esta coordinación escapa, esencialmente, al orden contractual (Favereau, 1989). Como forma institucional y lugar de una coordinación específica, la empresa es una entidad autónoma, y no un objeto de propiedad o un nudo de contratos. Conviene, en consecuencia, hacer una lectura radicalmente diferente de la que hacen los sostenedores de la soberanía accionaria, de la

“separación de la propiedad y del control” identificada por Berle y Means (1932). Considerando la pérdida de poder de los accionistas, es necesario tener en cuenta que éstos, de alguna manera, han “intercambiado” el control por la liquidez. No pueden entonces pretender legítimamente ambos. A este argumento “moral” viene a agregarse un argumento de eficacia. Como ya lo mostramos, la pretensión de un control soberano unido a la liquidez de los compromisos conduce necesariamente a una vacuidad del control y a una des-responsabilización de la gestión.

Si el poder de los dirigentes está inscripto en la necesidad de la coordinación, debe tener por objeto el interés de la empresa como entidad autónoma. La identificación de este interés constituye un debate jurídico clásico. Los defensores de la soberanía accionaria encuentran allí un argumento recurrente, oponiendo a la imprecisión de esta noción la simplicidad (y por lo tanto la transparencia) del mandato de maximización del valor bursátil. Nosotros proponemos, por el contrario, romper con una definición sustancial del interés de la empresa, prefiriendo una definición procesal. En la deliberación de las diferentes partes que participan donde puede y debe definirse este interés.

Tales son los contornos de un modelo alternativo a la soberanía accionaria, reconociendo el carácter eminentemente político de la empresa “asociativa”. Mientras el proceso de institucionalización de la relación salarial permitió, bajo el régimen fordista, fundamentar en la práctica esta naturaleza asociativa de la empresa, las garantías jurídicas de que hoy disponen los trabajadores europeos no son suficientes, ante el aumento de poder de las finanzas de mercado. La actual moda del tema de la responsabilidad social de las empresas traduce la forma en que ha prendido esta apreciación en muchos actores. En tanto práctica principalmente voluntaria por parte de las empresas, no nos parece suficiente. Lo que conviene empezar a pensar es una reforma de las estructuras internas de las empresas.

Como la firma asociativa es un lugar de poderes y de contra-poderes, al mismo tiempo que un lugar de coordinación que requiere la formación de un interés colectivo, el consejo de administración cambia de naturaleza con relación a la firma “de accionistas”. Este consejo ya no podría hacerse cargo de la vigilancia de un interés definido *ex ante* (el valor de las acciones), sino más bien de la definición de este interés y de la elaboración de las orientaciones generales de la estrategia de gestión, en la deliberación. Sería necesario que su composición reflejara la estructura de los intereses representados por las competencias que contribuyen a la eficacia económica de la empresa. Se impone la apertura del consejo a los trabajadores, en tanto asalariados y no como accionistas.

Este cambio en la naturaleza de las misiones del consejo de administración modifica también la naturaleza del control. La conducta de una empresa es necesariamente menos opaca para un consejo encargado de la definición de los objetivos de gestión. Además, la presencia de administradores asalariados va en el sentido de un consejo al mismo tiempo estratégico, que define el interés general, y disciplinario. Los representantes de los asalariados tienen, efectivamente, un estatuto dual, que conjuga independencia –sus intereses no podrían abarcar los de la

dirección y conocimiento de la empresa. Así pensada, la independencia ya no rima con la exterioridad. La autoridad del consejo de administración puede y debe ser distinta de la de la dirección ejecutiva de la empresa, especialmente su presidencia y el control de la orden del día. De la misma manera, los comités de remuneración de los dirigentes y de auditoría interna deben ser ajenos al poder de los dirigentes ejecutivos y responsables ante el consejo. La auditoría debería desarrollar un sistema de alerta para supervisar en tiempo real la desviación de los desempeños respecto de los objetivos de gestión. Tal podría ser el contenido de una gobernanza de las empresas inspirada en una verdadera renovación de su responsabilidad social.

## Bibliografía

Berle A. y Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, Harcourt, Brace and World, 1932.

Coffee J., "Understanding Enron: It's About the

## PUBLICACIONES

*Noticias de la Regulación informa aquí sobre las publicaciones (working papers, artículos, obras) que le son señalados y que tienen relación con el programa de investigación de la regulación..*

Amable B., Palombarini S., *L'économie politique n'est pas une science morale*, Raison d'agir, París, marzo 2005.

Barrère Ch., Barthélémy D., Nieddu M., Vivien F-D. (editores) *Réinventer le Patrimoine, de la culture à*

Gatekeepers, Stupid", *Columbia Law School Working Paper*, n°207, julio 2002.

Favereau O., "Marchés internes, marchés externes", *Revue Economique*, vol. 40, n° 2, pp. 273-328, 1989.

Hansmann H. y Kraakman R., "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, vol. 89, pp. 439-68, 2001.

Lordon F., "La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale", *L'Année de la régulation*, vol. 4, París, La Découverte, pp. 117-167, 2000.

Pliphon D. (dir), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, informe del Comisariado General del Plan, París, La documentation française, 2002.

Rebérioux A., "Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature", *Revue économique*, vol. 56, n°1, pp. 51-75, 2005.

*l'économie, une nouvelle pensée du patrimoine?* L'Harmattan, París, 2005.

Graz J-C, *La gouvernance de la mondialisation*, La Découverte, París, 2004.

Peaucelle I., Konovalov P., *Esquisses de l'histoire russe du 20<sup>ème</sup> siècle, L'esprit économique* Histoire Europe Russie, l'Harmattan, 208 p., París, febrero 2005.

## ANUNCIO DE COLOQUIOS Y SEMINARIOS

### • COLOQUIO 2005 "SPINOZA y las CIENCIAS SOCIALES"

9 de abril

París, Université de la Sorbonne 9h30-18h (entrada libre)  
Amphi Lefebvre  
[http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation/Journees\\_d\\_etude/spinoza.html](http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation/Journees_d_etude/spinoza.html)  
contactos: [citton+@pitt.edu](mailto:citton+@pitt.edu), [frederic.lordon@cepremap.cnrs.fr](mailto:frederic.lordon@cepremap.cnrs.fr)

### • Escuela temática CNRS - CIRAD - INRA

Análisis de los cambios institucionales Setiembre de 2005  
Organizadores : Gilles Allaire [allaire@toulouse.inra.fr](mailto:allaire@toulouse.inra.fr) et [bernard.billaudot@upmf-grenoble.fr](mailto:bernard.billaudot@upmf-grenoble.fr)  
del miércoles 14 al sábado 17 de setiembre de 2005

**Llamado a comunicaciones para los talleres hasta el final de abril de 2005**

La temática general se organizará en torno a 4 ejes:

- Las teorías institucionalistas ante los cambios institucionales
- Instituciones. Estructuras y regulación
- El cambio en los niveles de regulación
- El papel de lo político y de lo simbólico en los cambios institucionales

### • SEMINARIO ARC2

CEPREMAP- GERME (PARÍS VII)- IRIS (PARÍS IX)  
cepn/cnrs (parís xiii)- adis (parís xi)

matisse (parís i)

lunes 17hs (...o 15hs) en el CEPREMAP - 142 rue du Chevaleret - 75013 (sala 410 - 4<sup>o</sup> piso)  
(véase el programa de la media jornada y los textos en el sitio <http://www.arc2.org>)

- 4 de abril -MEDIA JORNADA - 15hS -19h30 HS

"Sobre la construcción social de los mercados"

PARTCIPANTES: Benjamin coriat (París xiii-cepn) y oliver weinstein (París xiii-cepn), Giovanni Dosi (univ. Pisa), Sandro Sapio (univ. pisa), Dominique Sagot-Duvaux (univ. d'angers), Nathalie Moureau (Univ. de montpellier i-iii)

-18 de abril - 17hs- 19h30 hs (sesión ordinaria)

L. Bresser-Pereira (univ. Sao Paulo), "Un crecimiento impulsado por el ahorro externo y el cuasi estancamiento del Brasil"

### • SEMINARIO HETERODOXIAS DEL MATISSE

viernes 16hs - 18hs en la MSE 106-112 bd de l'hôpital - 75013

contactos : C. Ramaux [ramaux@univ-paris1.fr](mailto:ramaux@univ-paris1.fr), B.Tinel [btinel@univ-paris1.fr](mailto:btinel@univ-paris1.fr), C. Vercellone [vercellone@univ-paris1.fr](mailto:vercellone@univ-paris1.fr)

- 12 de abril de 2005

F. Eymard-Duvernay (Forum-Univ. Paris x) "Sistema salarial y convenciones: del valor trabajo a las instituciones del trabajo"

- 17 de mayo de 2005

André Orléan (cepremap-ens) "La sociología económica y la cuestión de la unidad de las ciencias del trabajo".

- 31 de mayo de 2005

Giovanni Arrighi (Johns Hopkins Univ. Baltimore US)  
"El nuevo imperialismo"

• **“INSTITUCIONES Y DESARROLLO”**

viernes de 14 à 16 horas en la MSE 106-112 bd de l'hôpital - 75013 (6º piso/sala de conferencias)

<http://matisse.univ-paris1.fr>

- 22 de abril

*Dolarización en América Central* Jean François Ponsot (Laurentian University, Canada) "Dolarización y Banco Central en Ecuador".

- 13 de mayo

*Intervenciones y discursos del Banco Mundial en el África subsahariana* Nadir Altinok (Iredu)

"El Banco Mundial y la educación en el África subsahariana".

**A C A B A D E P U B L I C A R S E**

**L'Année de la régulation  
nº8, 2004 - 2005**

Economía, Instituciones, Poderes,  
Presses de Sciences PO

*La Mundialización  
Ideas y espacios*

(véase el sumario) [http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation/Annee\\_regulation/AR8-2005\\_couverture.pdf](http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation/Annee_regulation/AR8-2005_couverture.pdf)

**A S O C I A C I Ó N R E C H E R C H E & R E G U L A T I O N**

Véase el informe de la asambleas general, que tuvo  
lugar el 20 de enero de 2005, en el sitio [www.theorie-  
regulation.org](http://www.theorie-regulation.org)

**Adhiera a la asociación  
« RECHERCHE & REGULATION »**

Para el año 2004, el monto de la cotización ha sido fijado  
en **40 €** y en **16 €** para los estudiantes. Esta adhesión da  
derecho al **vol. 8 de L'Année de la régulation**.

Cheques a nombre de la asociación

**“ Recherche & Régulation ”**

dirigidos al tesorero:

Pascal PETIT

142 rue du Chevaleret - 75013 PARIS

<http://www.theorie-regulation.org>