

# GOBIERNO Y PODER EN LAS EMPRESAS

David Ibarra  
Octubre-diciembre 2007  
Configuraciones 25

## **Introducción**

El mundo integrado por estados-nación está embarcado en una transición encaminada a formar una sociedad global. Los gobiernos pierden autonomía y capacidad de responder a las demandas de sus ciudadanos como resultado de las exigencias de la propia globalización. En esta situación, el nuevo orden internacional ha traído consigo una profunda transformación económica y política en el mundo en múltiples vertientes todavía poco exploradas. Antes, la forma de producción resultaba inseparable de la organización social. Los conflictos ocasionaban forcejeos incesantes entre clases sociales y gobierno que desembocaban en equilibrios políticos móviles en el tiempo, a la larga garantes de una equidad distributiva aceptable y, por ende, de la paz social dentro de cada nación.

Con la descentralización de la producción hacia los países periféricos --manifiesta en los déficit comerciales de las naciones industrializadas-- esas tensiones sociales básicas se trasladan al mundo sin que tengan los mismos contrapesos que operaban en el plano nacional. A los efectos polarizadores de la globalización mercantil no se opone una fuerza política contrabalanceadora importante, salvo el desarrollo incipiente de los derechos humanos, los magros avances hacia el sindicalismo universal o los débiles esfuerzos de los grupos globalifóbicos. A riesgo de generalizar en exceso, ahí se encuentra una de las

causas principales de la pérdida de peso de los salarios en el producto mundial y del extravío del empleo pleno en las políticas macroeconómicas de los países.

Las relaciones dominantes en el mundo económico, han transmutado la división internacional del trabajo. Ahora toman asiento de mando las redes financieras productivas e informáticas de las corporaciones transnacionales, a su vez, dependientes de los grandes inversionistas institucionales del Primer Mundo. Tales hechos, magnificados por la erosión de las soberanías y de las capacidades de acción de los gobiernos, así como por la independencia ganada por los actores privados internacionales, tienen reflejos directos en la alteración de la forma de gobierno de las empresas.

La globalización no sólo hizo superflua la dominación colonial al sustituirla con ventaja por la supresión de fronteras que dieron acceso competitivo a todos los productores en todos los mercados, sino que tornó innecesarios hasta cierto punto, los conflictos bélicos entre las naciones del Primer Mundo con el fin de asegurar o ganar zonas de influencia. Al efecto, se ha alterado la vieja separación de funciones en que las naciones desarrolladas retenían el monopolio industrial y del cambio tecnológico, dejando el suministro de materias primas al mundo periférico. Hoy, el reparto de tareas ha variado radicalmente, el Primer Mundo abandona las actividades manufactureras directas y de algunos servicios para centrar sus prelações en el sector financiero, en la formación de redes de empresas transnacionales y en el control de la innovación.

Así, la propiedad se divorcia casi por entero de la geografía, mientras se avivan procesos de oligopolización de la producción y del intercambio auspiciado por el sector financiero de las naciones del Primer Mundo. Las

empresas transnacionales trasiegan no menos de los 2/3 de las operaciones comerciales entre países y el comercio intrafirma de las mismas explica al menos 1/3 de esas transacciones. De la misma manera, a fines de los años noventa, el 75% de la inversión extranjera directa se destinó a alimentar los procesos de fusiones y adquisiciones, esto es, a la construcción del tejido y las interconexiones de las propias empresas transnacionales. Hoy en día, la producción se ha hecho ubicua con ganancias en productividad y utilidades asentadas en el aprovechamiento de las diferencias en el precio de la mano de obra o de la dotación de recursos productivos de distintas localizaciones, pero los controles de la producción siguen estando en manos de las naciones dominantes.<sup>1</sup>

Entonces, el paradigma a la vanguardia de la fusión universal de mercados, se concentra en la integración del poder financiero que ya aborda y cambia la jerarquía de mando entre los accionistas, los administradores y el personal de las empresas. Aquí, como en el caso del Consenso de Washington en materia de políticas macroeconómicas, el liderazgo de los países del Primer Mundo y singularmente los Estados Unidos trata de universalizar conductas y controles que no siempre resultan congruentes con las instituciones y circunstancias históricas de otros países.

---

<sup>1</sup> A título ilustrativo, obsérvese como en el breve período de 2000-2003, empresas extranjeras han construido alrededor de 60 mil plantas manufactureras en China no sólo para abastecer al mercado de ese país sino también exportar fuera del mismo. Y del mismo modo, se organizan servicios de informática, investigación y desarrollo en la India, mientras la integración antes vertical de muchas empresas es substituida por el suministro externo (outsourcing) de servicios, partes. El nuevo patrón de oferta de empresas y consorcios hace flexible la localización de la producción y también la porción del producto final a elaborar directamente. Pero crea riesgos de interrupciones imprevisibles al dañarse algunos de los eslabones de las largas cadenas interdependientes. Véanse Ietto Gillies, G. (2005), *Transnational Corporations and International Production*, Edward Elgar, Reino Unido; Sader, F. (1995), *Privitizing Public Enterprises and Foreign Investment in Developing Countries, 1988-1993*, Banco Mundial, Washington; UNCTAD (varios números), *World Investment Report*, Ginebra; véase Palmisano, S. (2006), "The Globally Integrated Enterprise", *Foreign Affairs*, Vol. 85, No. 3, pp. 127-136.

Sin duda, en términos macroeconómicos el desarrollo libre y fluido de las transacciones mercantiles transfronterizas necesita de la supresión de inflaciones dispares entre los países, esto es, requiere del establecimiento de precios convergentes, casi universales, excepto en la mano de obra. De ahí que en el nuevo orden económico internacional valga más la estabilidad de precios, las finanzas públicas equilibradas y la libertad de comercio que el crecimiento, el empleo o el fortalecimiento de las bases productivas nacionales o mundiales.

### **Los paradigmas empresariales**

De la misma manera, en el ámbito microeconómico del gobierno empresarial, las transacciones financieras necesitan de paradigmas, de reglas uniformes en materia de libertad de inversión, valuación de activos o empresas y reparto de utilidades que protejan esencialmente los intereses de los inversionistas y de los grandes intermediarios financieros. El paradigma dominante en los Estados Unidos parte de la concepción ideológica que ve a la empresa no como un ente colectivo que ha de armonizar los intereses de todos los involucrados --sociedad, accionistas, administradores, financieros, empleados, clientes o proveedores--, sino como un conjunto de derechos de propiedad que sólo corresponde ejercer a los accionistas. Por eso, se sostiene que una firma bien manejada ha de estar al servicio exclusivo de sus accionistas y el criterio de éxito reside en la capacidad de sus administradores y consejeros en elevar el precio de las acciones en la bolsa (el llamado “shareholder value”).<sup>2</sup> Por

---

<sup>2</sup> Con tales objetivos en mente se han desarrollado sistemas contables y de control financiero, como el uso de EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) que mide el flujo de caja de las empresas y su capacidad de cubrir dividendos. O EVA (Economic Value Added) que mide la rentabilidad de una firma, descontadas las utilidades medias de su mercado (o dicho de otra manera, sería el excedente de los beneficios empresariales ajustados por el riesgo particular del negocio, en relación a la tasa media de rendimiento del capital) y que se usa como predictor confiable de las cotizaciones del mercado. Asimismo, los principios contables abandonan un tanto los criterios de valuación histórica de los activos para alcanzar normas de valuación de mercado o de reposición. Véanse Wilson, R. y Kraakman, R. (1991), *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*; John Olin, *Program in Law and Economics*, Washington; OECD (2004), *Principles of Corporate Governance*; Aglietta, M. y

eso, ahora vale más la integración de las redes transnacionales, la subida sistemática de las cotizaciones accionarias y la distribución de dividendos, que la capitalización y la expansión sostenida de las empresas; valen las operaciones de compra, fusión o privatización de empresas más que la inversión productiva fresca; valen los intereses simbióticos de inversionistas institucionales, accionistas y administradores sobre los de los empleados, trabajadores, clientes y proveedores de las empresas.

En el ascenso del dominio financiero conviene examinar los cambios experimentados en la esfera mundial conducentes a materializar las tendencias y prelaaciones indicadas. Los mercados de capitales registran expansión y concentración de los acervos de ahorro en los fondos de inversión institucional. A título ilustrativo valga mencionar que el valor de los activos de los inversionistas institucionales (según la OECD) ya casi duplican al producto en los Estados Unidos y exceden del 40% en Francia. En contrapartida, las familias norteamericanas han visto descender su participación accionaria directa en el total nacional, mientras las manejadas por los fondos mutualistas y de pensiones ascienden verticalmente de representar el 3% en 1950 a alcanzar más del 40% en 2000.<sup>3</sup>

El fenómeno alcanza dimensiones casi universales. En efecto, los activos manejados por los inversionistas institucionales de todos los países de la OECD pasan de menos de 14 a 50 millones de millones de dólares entre 1990 y 2004.<sup>4</sup> El correlato de esos cambios se traduce en acrecentamiento de la influencia de los inversionistas institucionales en el manejo corporativo de las empresas.

El primero de los fenómenos mencionados --la concentración de fondos-- sitúa en los inversionistas institucionales el poder de manejar buena parte de los

---

Roberiou, A. (2005), *Corporate Governance Adrift*, The Saint-Gobain Center for Economic Studies, Edward Elgar, Reino Unido.

<sup>3</sup> Véase Aglietta, M. y Reberiou, A. (2005), op. cit.

<sup>4</sup> Véase FMI (2005), *Global Financial Stability Report*, Washington.

ahorros universales. Se trata de instituciones sobre todo en los Estados Unidos, con limitaciones regulatorias sobre concentración accionaria y que no pueden ni tienen preocupación central en apuntalar las estrategias particulares de las empresas, los países o el crecimiento de la inversión en el mundo, ni en guardarles fidelidad, sino en satisfacer objetivos más simples: optimizar los rendimientos de corto plazo (incluidas las ganancias de capital) de los fondos que administran, amortiguar los riesgos y hacer prevalecer sus intereses y los de los accionistas que representan.

En segundo término, el mundo financiero después de las crisis cambiario-bancarias de los años ochenta o noventa y de la casi desaparición de los créditos sindicados --que ahora regresan--, ha hecho innovaciones importantísimas con el fin de desembarazarse de los riesgos de los préstamos y del fondeo a los negocios que antes debía absorber. Al parecer el grueso de esas transacciones se desplaza parcialmente de los bancos a los mercados bursátiles, vía, no la emisión de acciones, sino la de bonos, o bien a la bursatilización de créditos en que bancos e inversionistas institucionales se amalgaman para prestar más y a la par reducir contingencias desfavorables.

La dispersión de riesgos, ha recibido los apremios de la masa incrementada de la liquidez internacional que los inversionistas institucionales deben colocar rentablemente y en competencia. La plétora de dólares se relaciona con el ascenso explosivo de las reservas de divisas internacionales, producto, a su vez, de los sustantivos déficit comerciales de los Estados Unidos. Otra causa se relaciona con el reciclaje de las reservas de los países productores de petróleo. Una tercera, consiste en inversiones reales por debajo del potencial de las corporaciones transnacionales, manifiesto en la significativa diferencia entre sus utilidades no distribuidas y su gasto de capital. Esto a su vez, influye directa o indirectamente en la caída del ritmo mundial de desarrollo entre 1950-1973 y

1973-2004.<sup>5</sup> Junto a lo anterior, está la intensificación de los procesos de privatizaciones, fusiones y adquisiciones que al centrarse en transacciones con activos viejos no absorben liquidez en términos netos sobre todo cuando se realizan a través del intercambio de acciones. La UNCTAD valúa en 6 millones de millones de dólares las operaciones transfronterizas de ese tipo realizadas entre 1990 y 2005.<sup>6</sup> Los fondos colectivos formados por inversionistas institucionales han subido su participación en el mismo tipo de transacciones del 4.6% al 18.8% entre 1987 y 2005 y ya comienzan a involucrarse en la adquisición de empresas como compradores e intermediarios, no sólo como consultores.<sup>7</sup> En el mismo periodo, México vendió empresas por algo más de 56 mil millones de dólares.

La integración de las redes transnacionales estuvo inicialmente centrada en el sector manufacturero que en 1990 absorbió alrededor del 50% de las fusiones y compras transfronterizas. Hoy la integración de las redes transnacionales se ha desviado al sector de servicios que ya absorbe cerca de dos tercios de esas transacciones. Según el Fondo Monetario Internacional las fusiones y adquisiciones sólo de instituciones financieras subieron de 239 miles de millones de dólares a 779 miles de millones anuales entre 1997 y 2006. Y las de carácter transfronterizo pasaron de cero en el primero de los años mencionados a 360 miles de millones en el último. En el caso de México los principales bancos, las instituciones de seguro y las afores son en su gran mayoría filiales de empresas extranjeras.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Véanse Ibarra, D. (2006), *La liquidez internacional*, México, artículo inédito; F.M.I. (varios números), *World Economic Outlook*, Washington; Weisbenner, S. (2000) "Corporate Share Repurchases in the 1990's"; *Finance and Economic Discussion Paper*, Federal Reserve System, Washington.

<sup>6</sup> Véase, UNCTAD (2005), *World Investment Report*, 2005, Ginebra.

<sup>7</sup> Véase, UNCTAD (2005), op. cit.

<sup>8</sup> Véanse FMI (2007), *Global Financial Stability Report*, Washington y UNCTAD (2005), op. cit.

El sector financiero se globaliza y oligopoliza persiguiendo no sólo utilidades, sino dispersión de riesgos al emprender operaciones en distintos mercados, aunque ello acreciente la posibilidad de contagios al disponerse de mecanismos imperfectos de supervisión internacional y de inyección de liquidez en los mercados secundarios y de derivados, semejantes a los que privan entre la banca comercial y los bancos centrales.

Esos y otros cambios multiplican la influencia de los inversionistas institucionales y los inducen a ensanchar su radio de influencia en la búsqueda incesante de oportunidades de colocación de los fondos acumulados o al sostener la liquidez primaria y secundaria de los mercados bursátiles. Por eso se han inducido innovaciones en las características de los instrumentos financieros con el fin de buscar el ensanchamiento de la demanda y los accesos a los mercados. El caso más importante se vincula a la pulverización de los riesgos en el otorgamiento de financiamientos o créditos, sin guardar buena parte de las inhibiciones prudenciales del pasado.

En efecto, la emisión de bonos chatarra y la bursatilización de las operaciones financieras, esto es, la emisión secundaria de títulos que dispersan las pérdidas potenciales de los prestamistas primarios entre un gran número de tenedores, se ha expandido vertiginosamente en los últimos años. Sólo los saldos de los contratos asociados a los derivados del crédito,<sup>2</sup> ascendían a 26 millones de millones de dólares (2006). Han dado en canalizarse recursos con menores escrúpulos, al ajustar las contingencias de las cuentas incobrables a proporciones aceptables por los prestamistas que les permiten tomar ventaja de los altos

---

<sup>2</sup> Los derivados crediticios son contratos que dispersan la totalidad o parte del riesgo de una obligación, sin transferir la propiedad original. A su vez, los "credit default swaps" son una especie de seguro contra el incumplimiento de crédito. Hay, además, papel respaldado por activos (asset backed securities) o por hipotecas (mortgage backed securities) y obligaciones colateralizadas (collateralized debt obligations). Al propio tiempo, ya comienzan a surgir compañías especializadas en manejar derivados de crédito (derivative product companies) con el apoyo de bancos de inversión. Véase Banco Internacional de Pagos (2005), *Credit Risk Transfer*, Joint Forum, Basilea y FMI (2007), *Global Financial Stability Report*, Washington.

premios de operaciones donde los incumplimientos de los deudores pudiesen ser elevados.

La reciente crisis de los valores hipotecarios en los Estados Unidos y Europa reconoce ese origen y la ausencia de regulaciones prudenciales. Los riesgos no sólo se trasladaron a los ahorradores, sino indujeron la retención de papel "subprime" en los portafolios de los propios inversionistas institucionales y bancos, dados los favorables diferenciales de tasas de interés con respecto a otros valores gubernamentales o privados. De ahí los contagios y pérdidas que afectan tan desfavorablemente a instituciones financieras de primer orden (City Corp., Merrill Lynch, Bear Sterns, Bank of America o varios conglomerados europeos, como Barclays de Inglaterra y UBS de Suiza) al igual que a los mercados accionarios.<sup>10</sup>

Otra manifestación del acrecentamiento del poder de los inversionistas institucionales reside y alimenta la avalancha de compras hostiles o apalancadas de empresas que tuvieron lugar en los Estados Unidos durante la década de los ochenta. Entre 1984 y 1990, alrededor de 500 mil millones de dólares se utilizaron para financiar compras hostiles, recomprar acciones, sacar a empresas de las bolsas de valores y elevar la concentración del capital. Las compras hostiles no sólo persiguieron el propósito de obtener ganancias de empresas deficientemente administradas, sino también las de reducir riesgos de los ciclos de la globalización (mediante la adquisición de empresas con diversas producciones), o las de revitalizar las utilidades de los consorcios compradores incorporando negocios prósperos. Y singularmente, el de formar conglomerados enormes con mejores condiciones para competir en los mercados planetarios. Sin duda, las compras beligerantes tuvieron ventajas en cuanto a eliminar administradores

---

<sup>10</sup> Las autoridades monetarias americanas han reducido las tasas de interés y junto a otros bancos centrales han inyectado liquidez sustancial de los mercados. De su lado, el sector bancario privado de los Estados Unidos está formando un fondo que adquirirá carteras inmobiliarias devaluadas a fin de contener presiones desestabilizadoras y obtener a más largo término ganancias de capital.

ineficientes, suprimir capacidades productivas excedentes y poner mayor presión a los administradores en la generación de utilidades y flujos de caja.<sup>11</sup> Sin embargo, también llevaron al endeudamiento excesivo y al quebrantamiento de numerosas empresas o a desviar su administración de objetivos estratégicos de largo plazo hacia metas financieras de corto término. En todo caso, la reacción de accionistas y de los fondos se endereza a establecer controles financieros, revisar la capacidad de las administraciones y asegurar, si posible, ganancias de capital.

Desde 2006, las fusiones y adquisiciones tomaron vuelo no superado con anterioridad. Las operaciones alcanzaron la cifra de 3.6 millones de millones de dólares, impulsadas por las altas utilidades y la baja inversión corporativa, las bajas tasas de interés y la enorme liquidez internacional, incluyendo el reciclaje de fondos de los países petroleros. En otros casos, empresas registradas en bolsa han dejado de estarlo, vía las compras hostiles y otros procedimientos a fin de eludir las regulaciones asociadas a la Ley Sarbanes-Oxley. El tamaño promedio de las nuevas transacciones sigue incrementándose hasta llegar a 1.3 miles de millones de dólares en promedio, como medio de evitar posteriores intentos de invasiones indeseados, usando algunas veces la suma de recursos de varios consorcios compradores. En todo caso, buena parte del financiamiento proviene de contratos apalancados, mientras los créditos suelen bursatilizarse, disminuyendo el riesgo de los prestamistas financieros y ampliando la base de inversionistas.

---

<sup>11</sup> Las compras hostiles generaron apreciables utilidades en el valor de las acciones del orden del 30%. Véase, Demsetz, H. (1995), *The Economics of the Business Firm*, Cambridge University Press, N. York. De la misma manera, las fusiones suelen resultar altamente rentables. La edición mexicana del Financial Times anunció recientemente la fusión del Banco de Nueva York (BONY) y Mellon Financial con fondos por 43 mil millones de dólares, que se especializaban en la custodia y administración de valores. Así lograron alzas significativas (10% y 5% respectivamente) en las cotizaciones de las acciones de ambas instituciones, ahorros estimados en 700 millones de dólares y reducciones del 9% en el personal.

La ola de compras apalancadas sigue fortaleciéndose en 2007. En sus primeros meses ya se han concretado compra-ventas por 431 miles de millones de dólares, y están pendientes operaciones, como las del Banco Holandés ABN-AMRO para adquirir en 99 mil millones de dólares RFS Holdings; la de Porsche por Volkswagen por 98 mil millones, y la oferta de Thompson Corp. por Reuters con 17 mil millones. A lo anterior cabría atender la compra (2006) de la firma Bell South por AT&T en 89 mil millones de dólares que revierte el desmembramiento anterior del cuasi monopolio norteamericano de las comunicaciones.

Sea como sea, las compras apalancadas están intensificando la oligopolización global, a la par de crear los riesgos asociados a la mayor vulnerabilidad creada por el acentuado endeudamiento de las empresas frente a posibles “shocks” de los mercados. El ambiente favorable de altas utilidades, baja inversión fresca, tasas de interés bajas, estabilidad de mercados y propensión a tomar riesgos es poco probable que se mantenga indefinidamente.<sup>12</sup> A los anteriores elementos de incertidumbre se añade el enfriamiento del mercado inmobiliario de los Estados Unidos. El papel residencial emitido en ese país asciende a casi 6 millones de millones de dólares (enero de 2007), de los cuales casi un 15% está colocado en los mercados internacionales.

Los hechos mencionados hasta aquí han venido alterando los paradigmas empresariales. En los consejos de administración, la nueva visión busca independizarlos de la burocracia de las empresas, asignarles funciones sustantivas (planeación estratégica, competitividad, eficiencia, incentivos al personal, información financiera) que van mucho más allá de la simple supervisión gerencial anterior y, además se les hace responsables de contratar,

---

<sup>12</sup> Véase FMI (2007), *Global Financial Stability Report*, Washington.

monitorear y fijar salarios a los altos funcionarios, así como procurar el acrecentamiento del “shareholder value” de las acciones.<sup>13</sup>

La tesis de la autonomía de los consejos resultó reforzada por la recesión del 2001-2002 que, al disminuir las ventas de por lo menos un cuarto de las mayores empresas norteamericanas causó el desplome de las cotizaciones accionarias. Tales tendencias llevaron a las tecnoburocracias a la contabilidad creativa, al engaño y hasta el fraude, arrastrando consigo a los consejos de administración, los auditores y las consejerías jurídicas, como lo atestigua el caso de Enro. Para muchos de los críticos, todo ello constituyó comprobación adicional del imperativo de independizar a los consejos del personal ejecutivo de los negocios y romper la estructura jerárquica de las empresas.

### **La migración del poder empresarial**

En los Estados Unidos la singular combinación de propiedad accionaria dispersa, alta liquidez en los mercados de capitales, prohibiciones y regulaciones contra la concentración accionaria, transferencia de riesgos fuera de las empresas financieras, subinversión física fresca, marginación de empleados y trabajadores de los cuerpos directivos, conforman una constelación de circunstancias favorables a la migración del poder de las tecnoestructuras burocráticas hacia los inversionistas institucionales.

Esos hechos alteran radicalmente las tendencias de años atrás cuando se abría la brecha entre propiedad y control real de las empresas en favor de los administradores.<sup>14</sup> Es decir, cuando las acciones de las empresas quedaban

---

<sup>13</sup> Véase National Association of Corporate Directors (2000), *Blue Ribbon Comision on the Role of the Board*; Millstein, I. (1995), *The Professional Board, Business Lawyer No. 50*; Millstein I. y Mac Avoy, P. (1988), *The Active Board of Directors and Performance of Large Publicity Traded Corporation, Columbia Law Review No. 98* (junio).

<sup>14</sup> Véanse Berle, A. y Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, New York; Douglas, W. (1934), *Directors Who do not Direct, Harvard Law Review, No.*

dispersas en manos de un número creciente de personas con participaciones cada vez menores del capital. La fragmentación resultante transfería el control empresarial a los administradores. Los accionistas, en cambio, sólo ganaban liquidez al momento de decidir la venta de sus posiciones en los mercados secundarios. Por eso, las tecnoburocracias corporativas comenzarán a ser criticadas con intensidad en la década de los ochenta en los Estados Unidos por servir primordialmente a los intereses de los administradores, por sobreinvertir, crear empleos excesivos y, sobre todo, por no velar suficientemente por los intereses de los accionistas.

El peso ganado por los inversionistas institucionales, quizás junto a los efectos de la competencia foránea, el receso del 2001, la maduración del ciclo del producto, o ineficiencias manifiestas, condujeron al despido de los directores de un núcleo importante de las mayores empresas de los Estados Unidos (General Motors, Westinghouse, IBM, American Express, Eastman Kodak, entre otras) y, al propio tiempo, a la formación de comités mayoritariamente independientes de auditoría. Asimismo, la SEC comienza a demandar de los consejos, el velar por el interés de los inversionistas en las compras hostiles de un núcleo importante de empresas de los propios Estados Unidos.<sup>15</sup> En otro sentido, la instalación de consejeros independientes facilita los procesos de fusiones y compras hostiles de negocios mal administrados, con potencial de generar utilidades.

Las reformas corporativas se afianzan con la expedición de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 y las reglas de la Securities and Exchange Commission o de las principales bolsas accionarias de los Estados Unidos sobre las

---

47 (1305); Galbraith, J. (1974), *The New Industrial State*, Penguin Books, New York; Laazonick, W. y O'Sullivan, M. (2000) "Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance", *Economic and Society*, I (29).

<sup>15</sup>

responsabilidades de los consejos de administración y la ampliación del flujo de información puesta a su servicio.<sup>16</sup> Se intentaba que esos consejos lejos de supervisar más o menos superficialmente a los administradores, asumieran importantes facultades sustantivas, entendidas éstas como las asociadas a los intereses de los accionistas y, por supuesto, de los inversionistas institucionales.

Con todo, las nuevas relaciones entre los consejos y la administración de las corporaciones norteamericanas comienzan a asentarse en torno al objetivo de elevar al máximo el valor de las acciones. De ahí, surgen nuevas propuestas perfeccionistas en el sentido de separar más nítidamente las funciones y responsabilidades del consejo con respecto a las del manejo de la empresa, elevar las remuneraciones de sus miembros independientes, aportarles la necesaria información para la adopción de decisiones fundamentales y reforzar los comités también independientes de auditoría. El objetivo es el de crear un cuerpo autónomo que supervise sistemáticamente a la administración con el doble propósito de garantizar los intereses de los grupos señalados en el párrafo anterior.<sup>17</sup>

En los hechos, los intermediarios institucionales en representación de los accionistas poco a poco hacen prevalecer su visión, forman alianzas, cooptan a las tecnoburocracias de las empresas y tratan de influir en las políticas públicas. Además, al menos en los Estados Unidos, las políticas gubernamentales no han sido inocentes en los cambios de la gobernabilidad de las corporaciones.

---

<sup>16</sup> La SEC requiere de las empresas registradas en bolsa, la formación de comités formados por consejos independientes.

<sup>17</sup> Véase American Law Institute (1994), *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*; Millstein, I. y MacAvoy, P. (1998), *The Active Board of Directors and Performance of Large Publicity Traded Corporation*, *Columbia Law Review* No. 98 (1985).

La flexibilización de las normas antimonopolio de la década de los ochenta, facilitó las formaciones oligopolísticas por rama industrial y, en contraste desalentó los procesos anteriores de integración de conglomerados diversificados. De su lado, la deducibilidad de los intereses en el Impuesto a la Renta, facilitó las fusiones y compras apalancadas. No obstante, existen contradicciones entre las normas de las entidades federativas que combaten las adquisiciones hostiles --por temor a crear desempleo y menos inversión a largo plazo-- y las regulaciones federales que lejos de restringirlas, parecen auspiciarlas. De ese lado se inclina la normatividad de la Securities and Exchange Commission y la referida permisividad para la fusión de empresas a pesar de las restricciones "anti-trust". Por lo demás, a escala internacional no existen restricciones a las formaciones oligopolísticas, cuyo peso varía de mercado a mercado pero que con bastante frecuencia ejercen poder dominante en los países en desarrollo.

Los mercados de valores y los bancos de inversión están dedicados principalmente a valorar a las empresas, impulsar el alza de cotizaciones, cuidar del reparto de dividendos, propiciar ganancias de capital y promover los procesos de fusiones, privatizaciones y adquisiciones. La concentración en ese tipo de actividades permite a los inversionistas institucionales despreocuparse de las estrategias medulares de las múltiples empresas que incorporan a sus portafolios,<sup>18</sup> reducir riesgos y poner en su lugar controles financieros estandarizados. Eso mismo, simplifica y ensancha la amplitud de sus operaciones y la identificación de nichos redituables de actividad que han

---

<sup>18</sup> Además existen impedimentos legales que castigan el "inside trading".

llevado a triplicar su participación en las utilidades corporativas de los Estados Unidos entre 1981 y 2003.<sup>19</sup>

Paradójicamente, los mercados accionarios no parecen contribuir mayormente al financiamiento de la inversión fresca, dejando la primacía a la generación de ahorros de las empresas, el crédito bancario y la emisión de bonos. Tal fenómeno no sólo es privativo de México, en los Estados Unidos, durante el largo periodo de auge bursátil 1982-2000, las emisiones accionarias frescas netas resultaron negativas,<sup>20</sup> en parte debido a las compras hostiles y al expediente empresarial de recompra de sus propias acciones, subproducto, a su vez, de las prácticas dedicadas a impulsar el alza de las cotizaciones accionarias y ahorrarse impuestos.

La competencia en la colocación de los amplísimos recursos acumulados, por los inversionistas institucionales explican el aflojamiento de las condiciones financieras impuestas hoy en día a los acreditados, incluidos los países emergentes, el apoyo a las cascadas de fusiones y privatizaciones (características de la integración oligopolizada mundial de las redes corporativas de producción y comercio), así como el respaldo a las operaciones de capital de riesgo características del NASDAQ, donde las altas ganancias de las empresas exitosas, enjugar las pérdidas de numerosos proyectos fracasados y facilitan el impulso a iniciativas innovadoras.

En todo caso, surge fuerte convergencia de intereses entre administradores de empresas y mercados bursátiles unidos en el propósito señalado de acrecentar a corto plazo el valor de mercado de las acciones. Los

---

<sup>19</sup> Véase Brenner, R. (2004), *New Boom or New Buble*, N. L. R., pp. 57-100.

<sup>20</sup> Véase Mayer, C. (2001), *Structure de Financement et Organization des Enterprices*, en Touffut, J., *Institutions and Croissance*, Saint-Gobain, Paris.

primeros, están movidos por el propósito de evitar que la subvaluación accionaria, induzca invasiones hostiles de terceros o conduzca a la dilución del capital; los segundos, por el de obtener ganancias en los mercados de valores y hacer predominar al máximo posible sus intereses en el manejo de las empresas. Con tal fin, se ofrecen sueldos y opciones accionarias y otras remuneraciones generosas (retribuciones especiales, bonos de resultados, derechos pensionarios, etc.) ligados a las cotizaciones de bolsa que unifica los intereses de los manejadores de fondos y los de la tecnoburocracia de las empresas. Más aún, maximizar el "shareholder value" a fin de vencer las resistencias de los administradores a ceder en compra o fusión sus firmas --manifiestas, por ejemplo, en presiones políticas o en mecanismos accionarios defensivos--<sup>21</sup> se les ofrecen compensaciones y esquemas de retiro ("golden parachutes") extraordinarios.

Otra arma de singular eficacia para disciplinar el manejo corporativo es la ausencia de fidelidad de los inversionistas institucionales a las empresas. Cuando los administradores no hacen de la maximización de las cotizaciones accionarias su objetivo central, los fondos retiran de sus portafolios los valores de la empresa indisciplinada, haciendo caer la valuación de sus activos. En promedio, los inversionistas institucionales de los Estados Unidos por más de cierto tiempo las tenencias de acciones de empresas determinadas, en la búsqueda incesante por elevar el valor de corto plazo de los portafolios.

---

<sup>21</sup> Uno de los mecanismos utilizados es el de establecer cláusulas contractuales que, al darse el evento de una compra hostil de la empresa, les permite distribuir acciones a costo bajo a sus tenedores fieles ("poison pills"), diluyendo el capital del posible comprador y encareciendo la operación. En los hechos, sin embargo, las "poison pills", más que prevenir las invasiones beligerantes, han servido para elevar las primas asociadas a la adquisición de las empresas objetivos.

Por supuesto, la toma de poder de accionistas y financieros, no ha estado exenta de costos. A la inversión fresca de las corporaciones por abajo del potencial permitido por las utilidades, se añaden el parcial abandono de metas de largo plazo, la transferencia de riesgos bancarios a los ahorradores, la especulación accionaria o la contabilidad creativa falsificadora de resultados que han dado lugar a enormes y numerosos daños a los pequeños y medianos participantes en los mercados financieros o causado desempleo en el personal de las empresas fusionadas. Así, mientras los salarios han tendido a caer en poder adquisitivo real en casi todos los países, la valorización sostenida de las acciones, inyecta capacidad de compra a los estratos de ingreso medio y alto<sup>22</sup> (efecto riqueza). Ello ahonda las disparidades distributivas, e imprime inestabilidad a la demanda de consumo al subordinarla a las fluctuaciones no siempre favorables de las bolsas de valores. Por lo demás, bajas depresivas en cualquiera de los mercados financieros importantes, puede desencadenar contagios financieros de proporciones multiplicativas, como ocurre en estos días con el papel hipotecario. En el caso de los países periféricos, se añade el impacto no siempre positivo de la extranjerización de buena parte de las mejores empresas públicas y privadas, la dependencia excesiva de la inversión extranjera en la macroeconomía y la aceptación de reglas foráneas en el manejo de las empresas nacionales.

Sea como sea, la vieja visión democrática sobre la responsabilidad social de las empresas y de la obligación de alcanzar el máximo crecimiento posible y sujetar el reparto de dividendos a las necesidades de capitalización e inversión

---

<sup>22</sup> Se trata de la conclusión de la teoría económica tradicional en el sentido que el consumo depende de la riqueza de las familias, esto es, que depende del valor corriente de sus activos más el valor descontado de sus futuros ingresos. Véanse Modigliani, F. y Brumberg, R. (1954), *Utility Analysis and the Consumption Function*, en University Press; Pos-Keynesian Economics, Kurihara, K. compiler, Rutgers Modigliani, F. y Miller, M. (1957) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, No. 48 (3) pp. 388-436

de las propias empresas, es sustituida poco a poco por metas más bien cortoplacistas. Hoy se pretende impulsar al alza el precio de las acciones, generar ganancias de capital, cuidar de la distribución de utilidades o participar y promover fusiones, adquisiciones y privatizaciones, incluso como medio de cancelar capacidades productivas excedentes y disciplinar la administración de los costos. Los estudios en torno al nuevo paradigma corporativo y a los consejos independientes no arrojan resultados nítidos en cuanto a su impacto en la eficiencia ganada por las empresas. En algunos casos, hay resurgimiento en los negocios y mayores márgenes de utilidad; en otros, se da la situación contraria. En donde se observa convergencia sólida de intereses es en la asociación entre corporaciones e inversionistas institucionales.<sup>23</sup>

### **La convergencia paradigmática**

Dados los exigentes desarrollos financieros mundiales, hay tendencias a integrar paradigmas corporativos de alcance universal. Con todo, surgen resistencias institucionales derivadas sobre todo de las tensiones entre la esfera económica y los alcances políticos de la democracia. No en todos los casos se repite la misma configuración de circunstancias privativas de los Estados Unidos, aún entre el grupo de países desarrollados. En Alemania, Francia o Japón la concentración accionaria es comparativamente alta; estrecha la vinculación institucional y de supervisión entre bancos y empresas en el manejo de las corporaciones productivas y comerciales de Alemania, Corea o Japón que establece diferencias con el modelo norteamericano. Además, en el caso de este

---

<sup>23</sup> Véanse, Agraval, A. y Knoeber, Ch. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, No. 31, pp. 377-8; Harford, J. (2000), "Takeover Bids and Target Directors; Incentives", University of Oregon, *Working Paper*; Bhagat, S., et alia (1999), "Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover", *Business Lawyer*, No. 54; Balega, R. et alia (1996), CEO Duality and Firm Performance: "What's All the Fuss?", *Strategic Management Journal*, No. 17.

último país, los conglomerados nacionales crean fondos mutuos de inversión, intercambios accionarios y relaciones estratégicas de largo plazo con proveedores y clientes sobre todo entre empresas afiliadas. En varias naciones europeas, la participación de empleados y trabajadores en los consejos de administración y vigilancia, restringen en alguna medida los poderes de los inversionistas institucionales o de las tecnoburocracias al incorporar elementos democráticos en el manejo de las empresas, cercanos al espíritu de sus estados de bienestar. En esos países, los administradores están semi-protegidos de los dictados de los mercados al responder a los grandes accionistas y a los empleados de la empresa.

No obstante, hay tendencias a la convergencia de los sistemas de gobierno de las empresas, principalmente hacia el modelo norteamericano. En la concepción en los Estados Unidos, las empresas pertenecen a los accionistas, como derecho pleno de propiedad, situación que les autoriza a ejercer un papel decisivo en el manejo y la fijación de sus objetivos. La concepción europea o japonesa es distinta, aunque tiende a diluirse con el tiempo.

Sin embargo, aún en los Estados Unidos aumenta la concentración propietaria no sólo de las instituciones financieras, sino de accionistas individuales con interés en el desenvolvimiento estratégico de las empresas, aún tomando en cuenta el mayor riesgo de sus inversiones *vis a vis* a los de portafolios más diversificados. En parte ello, es resultado de diversos procesos: primero, el de las compras hostiles o apalancadas de los años ochenta --que retiraron más de 500 mil millones de dólares del mercado accionario--, luego el de las fusiones y adquisiciones, en que las corporaciones transnacionales planean cuidadosamente su desarrollo en un mundo de competencia oligopolística. Y, por último, el fenómeno de las tendencias mundiales hacia la concentración del ingreso y del ahorro, mientras se comprimen la inversión y los salarios.

En el campo académico, el propio modelo norteamericano ha sido criticado desde diversos ángulos, sugiriéndose reformas tendientes a reducir los riesgos del cortoplacismo; dar a los accionistas mayoritarios un papel activo en el manejo de las empresas; coordinar mejor, más democráticamente, los intereses de los accionistas con los de los administradores o empleados y no descuidar como se hace, la inversión en activos intangibles relacionados con la innovación, la investigación tecnológica, el adiestramiento del personal y la competitividad.<sup>24</sup>

En los países europeos se acrecienta el peso de los inversionistas institucionales que, a diferencia de su sistema anterior, no conocen a fondo las estrategias de las empresas, y comienzan a formar portafolios diversificados para diluir riesgos. Ello se expresa en el ascenso del valor de capitalización respecto al producto de la bolsa francesa o alemana del 8% al 103% y del 9% al 61%, respectivamente, entre 1980 y 2001. Asimismo, los activos financieros de los inversionistas institucionales han ascendido del 62% al 133% del producto en Francia y de 34% al 80% en Alemania entre 1992 y 2000. De otro lado, las ventas transfronterizas de empresas de la Unión Europea se han triplicado con creces en el trienio 2003-2005, hasta alcanzar un valor conjunto de 773 miles de millones de dólares. Asimismo, la propia Unión Europea adquirió empresas foráneas por 673 miles de millones de dólares en el mismo periodo, abriendo las puertas a la fertilización cruzada de los sistemas de gobierno de las empresas. A su vez, los bancos europeos comienzan a destinar mayores recursos a las bolsas, en detrimento de su papel tradicional de invertir y controlar a las empresas. Esa evolución con sus desventajas en acentuar la visión cortoplacista, acaso tenga la

---

<sup>24</sup> Véase, Porter, M. (1997), "Capital Choices: Changing The Way America Invests in Industry", en *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, Oxford.

virtud de corregir las tendencias hacia la sobreinversión de las empresas europeas y a ensanchar el financiamiento de proyectos innovadores de riesgo.

Puede en consecuencia concluirse que el modelo europeo tiende a aproximarse con alguna rapidez al norteamericano en términos de la evolución de los sistemas financieros y de su reglamentación jurídica. Sin embargo, conserva rasgos distintivos en cuanto a la participación de los trabajadores en los consejos de vigilancia y administración, en el grado de concentración accionaria y en el papel que juegan las instituciones bancarias. De su lado, el modelo norteamericano tiende a registrar concentración accionaria creciente, mientras se mantiene alejado del ideal democrático y conserva muchas otras de sus características singulares.

### **La situación nacional**

En México se tiene un sistema híbrido que no corresponde a modelo alguno aunque se intente, sin lograrlo del todo, acercarse al norteamericano. Antes de la instauración de la reforma neoliberal (1982-1996), la banca de desarrollo, sus filiales y empresas asociadas seguían sin proponérselo el patrón europeo y de más lejos, el japonés. En ese sentido, Nacional Financiera, por ejemplo, realizaba supervisión escrupulosa de sus empresas acreditadas o asociadas.

En el grueso de los negocios privados su comportamiento estaba poco afectado por la banca o la bolsa al predominar un régimen concentrado de propiedad familiar. De otro lado, el subdesarrollo de los inversionistas institucionales, las regulaciones precautorias aplicables a las mismas y los limitados alcances de la bolsa, desalentaron y todavía desalientan la implantación de regímenes semejantes a los norteamericanos. En la actualidad no

pasan de 160 las empresas registradas en la Bolsa Mexicana de Valores y su valor de capitalización al cierre de 2005 apenas alcanzaba el 30% del producto, cifra que se compara desfavorablemente con participaciones entre el 120% y 140% de Estados Unidos, Canadá, Inglaterra o Chile. Asimismo, el mercado de seguros, incluidas las primas de las anualidades de pensión vendidas por el sector privado apenas representaba el 1.7% del producto en 2005.<sup>25</sup>

Con todo, la evolución de la economía y la de los intermediarios financieros comienza a marcar acercamientos al sistema anglosajón de gobierno de las empresas y a separarse los regímenes de firmas grandes y la masa de negocios medianos y pequeños. La banca de desarrollo que combinó recursos gubernamentales, foráneos y de captación interna en la promoción de proyectos de inversión y empresas, ha dejado de hacerlo y, en contrapartida, ha privatizado sus núcleos productivos. Tradicionalmente las compañías de seguros, en tanto inversionistas institucionales han acumulado reservas invertibles sobre todo en valores gubernamentales, pero también privados y de propiedad inmobiliaria. A ello se añade, desde la promulgación de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (1997), las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) y las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefors), la captación de ahorros obligatorios de los trabajadores que ya acumulan recursos por 660 miles de millones de pesos (2006).

Todavía las regulaciones prudenciales llevan a que la inversión de las Siefors se canalice principalmente a la adquisición del papel estatal. Sin embargo, poco a poco se liberalizan las normas hasta permitir la canalización creciente de recursos al sector privado. Hoy los topes permitidos son un poco

---

<sup>25</sup> Véase FMI (2007), "Financial Sector Assessment Program", *The Pension Annuity Market*, Washington.

más del 20%, con casi el 6% dedicado a inversiones accionarias, esto es, tienden a vínculos cada vez más fuertes entre las empresas e inversionistas institucionales que poco se inmiscuyen en el manejo estratégico de las empresas, pero están atentos a los rendimientos de sus inversiones.

Más importante hasta ahora ha sido la apertura financiera-comercial y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, que explican la inyección masiva de inversión extranjera (casi 200 miles de millones de dólares entre 1994 y 2006, 60% de origen norteamericano) y la incorporación de prácticas de gobierno de las casas matrices y del financiamiento de los negocios que se asemejan a las prevalecientes en los Estados Unidos. En efecto, ya sea por la vía de fusiones o adquisiciones o la de la creación de nuevas empresas hay alteración de las reglas de gobierno de un número creciente de negocios de propiedad foránea. Desde luego, no se trata aquí de vinculaciones entre intermediarios financieros locales y consorcios internacionales establecidos en México, sino de las articulaciones habituales en sus propios países de origen.

De la misma manera, buena parte de las empresas grandes mexicanas cotizan en las bolsas norteamericanas o tienen acceso a los mercados internacionales de capitales, debiendo adaptar sus prácticas en materia de reporte de dividendos, sistemas contables y cobertura de la información que se hace pública. Asimismo, se han alterado algunas de las regulaciones nacionales sea en materia de información, cálculo de resultados que indican cierta aproximación a criterios foráneos, como también las reformas financieras en materia de liberalización de mercados o de regulación. Fenómeno análogo se observa con respecto a las disposiciones para combatir los monopolios y hacer prevalecer la competencia en los mercados internos, así como en los procedimientos informativos o contables obligatorios.

Las pocas empresas mexicanas exitosas de alcance transnacional (CEMEX, América Móvil, Bimbo, Cervecería Modelo, Maseca) siguen por lo general la pauta norteamericana de organización. Sujetas a la competencia oligopolística internacional, se les critica por tener posiciones dominantes en el mercado interno, incluso se pretende, en aras de la competitividad, arrebatarles parte del pequeño mercado nacional. En las circunstancias expuestas, la solución reside no en fraccionarlas en pequeñas empresas enfrentadas a los enormes consorcios extranjeros, sino en implantar políticas regulatorias de corte moderno, siguiendo el modelo inglés después de la gran oleada de privatizaciones del gobierno conservador anterior.

Con el afianzamiento de los procesos de privatización, extranjerización y de liberación financiera, el modelo mexicano se aproxima paso a paso al estadounidense. No obstante lo anterior, la concentración accionaria en México sigue siendo sensiblemente superior a la norteamericana no sólo cuando se trata de empresas públicas, sino también en el caso de las privadas ya sea por el peso de la propiedad accionaria directa o por la retención de participaciones privilegiadas de control. Esas circunstancias, limitan el papel de los consejeros independientes, tanto como las compras hostiles dada la escasa dispersión de los valores entre el público. Sin embargo, eso mismo les aporta la ventaja de poder plantearse y seguir estrategias de largo plazo con menor apego a las directrices cortoplacistas de los inversionistas institucionales y de las bolsas de valores.

Lo dicho en párrafos anteriores resulta esencialmente aplicable al sector moderno y grande de las empresas establecidas en México. El resto de los numerosísimas empresas productivas (pequeños y medianos negocios que exceden en número el 97% de los establecimientos) está polarizado en el extremo contrario al mundo corporativo. Se trata fundamentalmente de empresas de

propiedad individual o familiar que por debatirse en condiciones de atraso y de falta de financiamiento se les inhibe de constituirse en semillero de las nuevas generaciones de empresarios. Ese segmento de la producción no tiene acceso a la bolsa de valores, ni a fondos de capital de riesgo. En la última década, el crédito de la banca comercial y la de desarrollo se les ha reducido en más del 50% en términos reales. El desmantelamiento de los fideicomisos de fomento económico y del sistema de encaje legal, les ha cercenado otras fuentes de recursos. Los subsidios gubernamentales se han abatido hasta casi desaparecer y tampoco se han instrumentado programas de reconversión productiva que les permita competir en condiciones menos desventajosas frente a la apertura de los mercados externos e internos. Se trata, en suma, de un segmento empresarial que vive en condiciones precarias, obligado a guardar fidelidad a formas organizativas tradicionales cada vez más alejadas de los de las prácticas corporaciones modernas del mundo.