

# Ulisses i el govern de l'empresa

**JORDI GUAL**  
ECONOMISTA  
EN CAP DE  
LA CAIXA I  
PROFESSOR DE  
L'IESE BUSINESS  
SCHOOL



La crisi financera internacional ha posat en qüestió moltes de les regles bàsiques del món de l'economia i les finances. També ha incidit en la polèmica sobre els diferents models de govern empresarial i, en particular, en la vella discussió sobre els avantatges i inconvenients de la cotització de les companyies en els mercats de valors.

Al llarg de les últimes dècades ha guanyat influència la visió que considera que la cotització en mercats organitzats i, en aquest marc, la persecució d'objectius de maximització del valor de l'acció són principis de gestió que repercuteixen en un govern corporatiu millor, que beneficia els accionistes de les companyies.

El domini del paradigma del valor per a l'accionista es fonamenta, en primer lloc, en la teoria ortodoxa que estableix que les companyies han de perseguir objectius corporatius de maximització de beneficis, ja que això comporta una assignació eficient dels recursos. Els objectius de caràcter social o mediambiental que tinguin els inversors individuals els han de perseguir a través de les decisions que prenen amb el rendiment que obtenen de les companyies en les quals tenen accions. Així ho enuncia ja el 1970 Milton Friedman en un famós article a *The New York Times*.

El paradigma ofereix prescripcions de política de govern corporatiu senzilles: disminuir el poder dels consells d'administració, augmentar el poder de les juntes generals d'accionistes i incentivar els gestors lligant la seva retribució a l'evolució del preu de l'acció. En molts països, i especialment als EUA i el Regne Unit, les reformes del govern corporatiu han avançat en aquesta direcció.

Això no obstant, i sense entrar en una revisió exhaustiva dels fets, l'experiència dels últims anys mostra que no hi ha una correlació entre l'èxit empresarial i si una empresa

cotitza en mercats borsaris o no.

En un llibre recent, la professora de Dret Mercantil de la Universitat de Cornell Lynn Stout ha presentat d'una manera suggeridora diversos arguments contra la idea que la maximització del valor de l'acció és la millor manera de servir els interessos dels accionistes. Segons Stout, aquesta idea no respon a la realitat de com actuen les societats anònimes.

Per Stout, els accionistes no són els "únics" propietaris. Els tenidors de bons, proveïdors i empleats també tenen relacions contractuals amb la companyia, que els atorguen determinats drets sobre els ingressos generats per l'empresa.

Tampoc no és cert que els accionistes, pel simple fet de ser-ho, tinguin dret als beneficis residuals una vegada s'ha complert amb totes les obligacions comercials i legals. Aquest dret depèn del repartiment de dividends per part del consell d'administració, que, al seu torn, es decideix en funció de la situació financera de la companyia.

Finalment, segons Stout, el control de la direcció l'exerceix el consell d'administració i els mecanismes que tenen els accionistes per controlar-lo són molt limitats: els drets de vot, el dret al control judicial de les seves accions i, finalment, el dret a votar mitjançant la venda de les seves accions al mercat. El dret de vot té poc impacte a causa dels escassos incentius al control per part d'accionistes individuals. La reclamació judicial és complexa. Tret del cas de frau o apropiació indeguda, la legislació comercial concedeix àmplia llibertat al consell. Finalment, el dret en venda només és una veritable amenaça en cas de compres hostils, contra les quals a la pràctica moltes companyies estan protegides amb clàusules defensives.

D'altra banda, quan la legisla-

**“**  
**Lynn Stout argumenta que hi ha paradigmes alternatius a maximitzar el valor de l'acció que s'adeqüen més a la realitat empresarial**



No hi ha correlació entre l'èxit empresarial i el fet que l'empresa cotitzi a borsa o no

RALPH ORLOWSKI / BLOOMBERG

ció ha donat més poder als accionistes (eliminació de clàusules de protecció davant opes hostils, possibilitat de votar directament sobre qüestions com la distribució de dividends), no sembla que els accionistes hagin invertit més en companyies en les quals això ha succeït.

Lynn Stout argumenta que hi ha paradigmes alternatius a la maximització del valor de l'acció que s'adeqüen millor a la realitat empresarial. Es fonamenten en el reconeixement de la complexitat i la diversitat d'objectius i interessos dels accionistes i tenen l'objectiu d'aconseguir el millor per a l'accionista, encara que això no suposi sempre maximitzar la cotització de l'acció.

La perspectiva més nova que aporta Stout, inspirada en els treballs pioners de l'economista Harold Demsetz, és la que compara l'accionista amb Ulisses a *L'Odissea*. La idea essencial és que l'inversor, quan compromet els seus recursos financers en el capital d'una companyia i, per tant, deixen de ser completament líquids, ho fa per "lligar-se les mans", com Ulisses es va en-

cademar al pal per evitar la seducció del cant de les sirenes. L'accionista es compromet a no retirar els seus fons de l'empresa, cosa que facilita que altres actors (altres inversors, possibles prestadors, empleats...) tinguin també interès a comprometre's a llarg termini, invertint en habilitats o en actius que són específics del projecte empresarial en qüestió.

En el fons, tot i que en teoria beneficien els accionistes en permetre'ls retirar diners d'una empresa, les regles poden ser contraproduents, ja que la seva existència mateixa dificulta, ja de

bon començament, a la companyia captar tant recursos financers com talent directiu.

Stout argumenta que l'existència dels consells constitueix una solució institucional per trobar un equilibri entre els interessos a posteriori dels accionistes i els del conjunt de *stakeholders*. Aquest paper mediador del consell garanteix que la seva inversió en actius no serà objecte d'apropiació a posteriori per part dels accionistes. I permet a la companyia emprendre projectes que de cap altra manera no podria abordar.

En definitiva, algunes de les restriccions de govern corporatiu (renovació parcial dels consells, existència de diferents classes d'accions...), lluny de constituir anomalies, són, segons Stout, mecanismes que beneficien, en garantir que no hi haurà comportament oportunista per part dels accionistes i que, d'aquesta manera, l'empresa podrà dur a terme projectes a llarg termini que exigeixen el compromís en bona part irreversible de recursos i capacitats per part de tots els *stakeholders*.

**“**  
**El dret de vot té molt poc impacte a causa dels escassos incentius al control per part d'accionistes individuals**