

# Ulises y el gobierno de la empresa

**JORDI GUAL**

ECONOMISTA  
JEFE DE LA CAIXA  
Y PROFESOR  
DE IESE  
BUSINESS  
SCHOOL



La crisis financiera internacional ha puesto en cuestión muchas de las reglas básicas del mundo de la economía y las finanzas. También ha incidido en la polémica sobre los distintos modelos de gobierno empresarial y, en particular, en la vieja discusión sobre las ventajas e inconvenientes de la cotización de las compañías en mercados de valores.

A lo largo de las últimas décadas ha ganado influencia la visión que considera que la cotización en mercados organizados y, en ese marco, la persecución de objetivos de maximización del valor de la acción son principios de gestión que repercuten en un mejor gobierno corporativo, beneficiando a los accionistas de las compañías.

El dominio del paradigma del valor para el accionista se fundamenta, en primer lugar, en la teoría ortodoxa, que establece que las compañías deben perseguir objetivos corporativos de maximización de beneficios, puesto que ello conlleva una asignación eficiente de los recursos. Los objetivos de carácter social o medioambiental que tengan los inversores individuales deben perseguirlos a través de las decisiones que toman con el rendimiento que obtienen de las compañías en las que tienen acciones. Así lo enunciaba ya en 1970 Milton Friedman en un famoso artículo en *The New York Times*.

El paradigma ofrece prescripciones de política de gobierno corporativo sencillas: disminuir el poder de los consejos de administración, aumentar el poder de las juntas generales de accionistas e incentivar a los gestores ligando su retribución a la evolución del precio de la acción. En muchos países, y especialmente en EE.UU. y el Reino Unido, las reformas del gobierno corporativo han avanzado en esta dirección.

Sin embargo, y sin entrar en una revisión exhaustiva de los hechos, la experiencia de los últimos años muestra que no existe correlación entre el éxito empresarial y si una empresa coti-

za o no en mercados bursátiles.

En un libro reciente, la profesora de derecho mercantil de la Universidad de Cornell Lynn Stout ha presentado de manera sugerente diversos argumentos contra la idea de que la maximización del valor de la acción es la mejor manera de servir a los intereses de los accionistas. Según Stout, esa idea no responde a la realidad de cómo actúan las sociedades anónimas.

Para Stout, los accionistas no son los "únicos" propietarios. Los tenedores de bonos, proveedores y empleados también tienen relaciones contractuales con la compañía, que les otorgan determinados derechos sobre los ingresos generados por la empresa.

Tampoco es cierto que los accionistas por el mero hecho de serlo tengan derecho a los beneficios residuales una vez se ha cumplido con todas las obligaciones comerciales y legales. Dicho derecho depende del reparto de dividendos por parte del consejo de administración y este, a su vez, se decide en función de la situación financiera de la compañía.

Finalmente, según Stout, el control de la dirección lo ejerce el consejo de administración y los mecanismos que tienen los accionistas para controlarlo son muy limitados: los derechos de voto, el derecho al control judicial de sus acciones y, finalmente, el derecho a votar mediante la venta de sus acciones en el mercado. El derecho a voto tiene poco impacto debido a los escasos incentivos al control por parte de accionistas individuales. La reclamación judicial es compleja. Salvo en el caso de fraude o apropiación indebida, la legislación comercial concede amplia libertad al consejo. Por último, el derecho a la venta sólo es una verdadera amenaza en caso de compras hostiles, contra las cuales en la práctica muchas compañías están protegidas con cláusulas defensivas.

Por otro lado, cuando la legisla-

**“**  
**Lynn Stout argumenta que existen paradigmas alternativos a maximizar el valor de la acción que se adecuan mejor a la realidad empresarial**



No existe correlación entre el éxito empresarial y si una empresa cotiza o no en bolsa

RALPH ORLOWSKI/BLOOMBERG

ción ha dado más poder a los accionistas (eliminación de cláusulas de protección ante opas hostiles, posibilidad de votar directamente sobre cuestiones como la distribución de dividendos), no parece que los accionistas hayan invertido más en compañías en las que esto ha sucedido.

Lynn Stout argumenta que existen paradigmas alternativos a la maximización del valor de la acción que se adecuan mejor a la realidad empresarial. Se fundamentan en reconocer la complejidad y la diversidad de objetivos e intereses de los accionistas y tienen el objetivo de conseguir lo mejor para el accionista, aunque ello no suponga siempre maximizar la cotización de la acción.

La perspectiva más novedosa que aporta Stout, inspirada en los trabajos pioneros del economista Harold Demsetz, es la que compara al accionista con Ulises en *La Odisea*. La idea esencial es que el inversor, cuando compromete sus recursos financieros en el capital de una compañía y, por tanto, dejan de ser completamente líquidos, lo hace para "atar sus manos", como Ulises se encade-

nó al mástil para evitar la seducción del canto de las sirenas. El accionista se compromete a no retirar sus fondos de la empresa, lo que facilita que otros actores (otros inversores, posibles prestamistas, empleados...) tengan también interés en comprometerse a largo plazo, invirtiendo en habilidades o en activos que son específicos al proyecto empresarial en cuestión.

Las reglas, que en teoría benefician a los accionistas al permitirles retirar dinero de una empresa, pueden, en el fondo, ser contraproducentes, puesto que su propia existencia dificulta a la

compañía, ya de buen principio, captar tanto recursos financieros como talento directivo.

Stout argumenta que la existencia de los consejos constituye una solución institucional para encontrar un equilibrio entre los intereses a posteriori de los accionistas y los del conjunto de *stakeholders*. Ese papel mediador del consejo garantiza que su inversión en activos no será objeto de apropiación a posteriori por parte de los accionistas. Y permite a la compañía acometer proyectos que de otro modo no podría abordar.

En definitiva, algunas de las restricciones de gobierno corporativo (renovación parcial de los consejos, la existencia de distintas clases de acciones), lejos de constituir anomalías, son, según Stout, mecanismos que les benefician, al garantizar que no habrá comportamiento oportunista por parte de los accionistas y que, de este modo, la empresa podrá llevar a cabo proyectos a largo plazo que exigen el compromiso en gran medida irreversible de recursos y capacidades por parte de todos los *stakeholders*.

**“**  
**El derecho a voto tiene muy poco impacto debido a los escasos incentivos al control por parte de accionistas individuales**