

NUEVO PODER FINANCIERO Y MODELO DE EMPRESA: UNA FUENTE DE FRAGILIDAD DEL SISTEMA*

CATHERINE SAUVIAT

Investigadora del IRES (Francia)

Artículo publicado originalmente en la Revue de l'IRES n.º 40-2002/3

Traducido por Amaya Idoyaga Altamira

ABSTRACT

Los Estados Unidos han sido testigo del nacimiento de un nuevo poder financiero, que ha conllevado una redefinición de las relaciones de poder en el sector financiero. Este poder se fue consolidando gracias a los cambios institucionales que marcaron la economía americana de mediados de los años 70, unos cambios que canalizaron un gran flujo de los ahorros de pensiones hacia los mercados financieros. Dicho poder, encarnado sobre todo por los inversores institucionales y sus nuevas demandas y reivindicaciones en relación con los derechos de propiedad, contribuyó a crear un modelo de negocios específico, influenciado tanto por su racionalidad económica como por su organización interna. El objetivo de este modelo consiste en una optimización de la rentabilidad del capital, basada en la mejora de las cotizaciones en bolsa, para lo cual se contó con el apoyo de ciertas personas cercanas a o provenientes de los círculos financieros, profesionales de la competencia y el asesoramiento. El modelo empresarial resultante se caracteriza por su fragilidad endógena: se encuentra muy fuertemente unido al comportamiento del mercado bursátil y las operaciones de los mercados financieros, de forma que crea cierta inestabilidad en un plazo relativamente largo. Con respecto a otros, este nuevo poder financiero ha resultado ser

* Publicado con el permiso de la Revue de l'IRES a la que agradecemos su colaboración.

bastante ineficaz en lo que a la asignación del capital se refiere, debido al coste desorbitado del capital recaudatorio en los mercados financieros, lo que, por otra parte, ha beneficiado considerablemente a las grandes empresas de Wall Street. De la misma manera, ha dado lugar a una redistribución muy asimétrica de la riqueza, siendo la gestión empresarial la más beneficiada.

■ *Ameriketako Estatu Batuetan, finantza-botere berria sendotu egin da eta horrek finantza-sektoreko botere harremanak berriro definitu beharra ekarri du. Botere hori 70. hamarkadan Estatu Batuetako ekonomian eragina izan zuten aldaketa instituzionalei esker joan zen finkatzen eta sendotzen, eta beraren bidez pentsio aurrezkien fluxu nabarmena finantza merkatuetara bideratu ziren. Botere hori batez ere jabetza eskubideen aldeko eskariak eta aldarrikapenak egiten dituzten inbertsore instituzionalengan dago. Negozio eredu zehatza sortzen lagundu zuen, arrazionaltasun ekonomikoa eta barne-antolaketa izanik bere ezaugarriak. Eredu horren xedea kapitalak abalik eta onura gehien sor ditzan lortzea da, nola eta burtsako kotizazioak gehituz. Zeregin honetan finantza-taldeen inguruan dabiltzan edo horietako kide diren eta eskumenean eta aholkularitzan adituak diren pertsonen laguntza ere jaso zen. Horren guztiaren ondorioz sortutako enpresa ereduak batez ere hauskortasun endogenoa du nagusi: burtsak duen portaerari eta finantza merkatuetako jardunari oso lotuta dago eta ez-egonkortasuna sortzen du nolabait epe luzean. Besteak beste, finantza-botere berri hau kapital esleipenaren arloan nahikoa ez-eraginkorra dela ikusi da, finantza merkatuetan dirubilletako kapitalaren kostua gehiegizkoa baita, nahiz eta hau oso onuragarria izan den Wall Streeteko enpresa handientzat. Halaber, aberastasuna oso asimetrikoki birbanatuta egotea eragin du, zati handiago bat enpresa-kudeaketara bideratuta egonik.*

■ *In the United States, a new financial power has affirmed itself and resulted in the redefinition of power relationships within the financial sector. This power was able to consolidate and affirm itself thanks to the institutional changes marking the American economy in the mid-1970's, channeling enormous flows of retirement savings into the financial markets. It is primarily incarnated by the institutional investors with their new demands and claims to ownership rights. It contributed to forming a specific business model, in terms of both its economic rationality and internal organization, on the basis of the privileged search for optimized profitability of capital, incarnated by the enhancement of stock value. It was aided in this by «passers» who are close to or come from financial circles, professionals in expertise and advice. The resulting corporate model is characterized by an endogenous fragility: it is very strongly correlated to stock market performance and to the operation of financial markets and causes instability in the more or less long-term. Among others, this new financial power has proven rather inefficient in the area of capital allocation, given the exorbitant cost of raising capital on financial markets which has been especially profitable to the large Wall Street firms. It has also led to a strongly asymmetrical redistribution of wealth in favor of corporate management.*

En Estados Unidos, este comienzo de siglo se ha visto marcado por un recrudecimiento de las quiebras y por resultados negativos de numerosos grupos industriales y de servicios. En el año 2000, el ciclo bursátil en alza que duraba desde comienzos de los 80 se invierte y finaliza un ciclo de crecimiento de la productividad, particularmente sostenido, a lo largo de toda la segunda mitad de los años 90. La concatenación de estos acontecimientos no es algo nuevo en la historia americana, sometida bastante regularmente a ciclos económicos y financieros de mayor o menor alcance. Aunque deba por ello relativizarse, pone en evidencia una lógica de un nuevo modelo que, a partir de los años 90, parece influenciar el comportamiento de las grandes empresas y de sus directivos: la búsqueda de una optimización de la rentabilidad de los capitales propios basada en la valoración de las cotizaciones en bolsa, lo cual supone a la vez un incentivo para el crecimiento vía fusiones-adquisiciones y un medio primordial de inversión financiera para los directivos; una tendencia evidente a manipular las cuentas para aligerar los balances de las sociedades y producir los beneficios esperados por los mercados. Las dos quiebras más importantes de la historia americana (Enron y WorldCom) son una muestra casi perfecta de esta gestión empresarial al servicio exclusivo de las cotizaciones en bolsa.

Al parecer, esta lógica tiene poco que ver con la que había prevalecido y guiado el comportamiento de las empresas y de sus directivos hasta los años 70. Sin lugar a dudas, ha sido preparada por la fase de reorganización financiera de las grandes empresas americanas durante los años 80 (Fligstein & Markovitz, 1993). En todo caso resulta de la afirmación de un nuevo tipo de poder financiero basado, en primer lugar, en los inversores institucionales (es decir, en las instituciones financieras no bancarias), pero, también, en el marco de una redefinición más general, dentro del campo global del mundo financiero, de las relaciones de fuerza entre bancos de inversión, corredurías, bancos comerciales, compañías de seguros, gestores de activos, etc... Este poder ha podido afirmarse y consolidarse gracias a ciertos cambios institucionales que han marcado la economía americana a mediados de los años 70 y que han canalizado enormes movimientos de ahorro hacia los mercados financieros. Ha contribuído a dar forma a un modelo de empresa específico, tanto desde el punto de vista de su racionalidad económica como de su organización interna. De esta manera, también ha modificado la naturaleza de los riesgos a los que se exponen las empresas a partir de ahora y que se ilustran por concatenaciones casi mecánicas que conducen a la quiebra.

Así pues, la trama central y el principal interrogante de este artículo está constituido por la viabilidad a largo plazo del modelo económico de empresa configu-

rado por el nuevo poder de las finanzas. Este modelo de empresa no podría haberse desarrollado sin un nuevo contexto macroeconómico y macroinstitucional, que fue anunciado en sus relaciones sistémicas por Aglietta (1998), bajo la denominación de capitalismo patrimonial. Refiriéndose al procedimiento regulador, nuestra problemática podría plantearse así: cómo una arquitectura institucional particular (aquí, el mercado financiero) influye sobre las decisiones organizativas y estratégicas de las firmas y sobre su viabilidad a largo plazo. Se nos podría objetar la diversidad de formas existentes de organización empresarial en el seno de la economía americana. De las dos versiones formalizadas por Aoki (2001), es la gran empresa tradicional tal y como es analizada por Chandler (1990) la que resulta beneficiada por el análisis, antes que la empresa de la Silicon Valley. Pero ello no debe cuestionar el alcance general de nuestro interrogante. Y más teniendo en cuenta que la empresa de la Silicon Valley puede considerarse un modelo de empresa paroxística configurado por el mercado financiero.

En primer lugar, recordaremos brevemente las condiciones que han hecho posible el surgimiento de un nuevo tipo de poder financiero, es decir, aquellas que han transformado el capital financiero portador de interés en un capital financiero portador de derechos de propiedad. En segundo lugar, reflejaremos los efectos más importantes de este nuevo tipo de poder financiero en la evaluación de la empresa y en la configuración de un modelo típico, insistiendo en la función desempeñada por ciertos intermediarios en la difusión de este modelo. En tercer lugar, esbozaremos a grandes rasgos y más como un programa de investigación que como una demostración finita, las tendencias dominantes que afectan al funcionamiento de este nuevo modelo de empresa y que hacen pensar que este modelo está lejos de ser viable a largo plazo. Finalmente, demostraremos en un cuarto punto que esta viabilidad es cuestionada por añadidura porque este modelo de empresa destruye, en los mecanismos de construcción institucional, la confianza indispensable para controlar los mercados financieros. Desde este punto de vista, analizaremos, en función de las experiencias de Enron y de WorldCom, las lógicas que explican que dos mecanismos esenciales de este dispositivo de control (los auditores y los analistas financieros) fallen de manera particular. Y cómo los directivos empresariales han conseguido invertir la nueva configuración de fuerzas a su favor, convirtiendo en todavía algo más frágil su modelo de empresa.

Las condiciones del surgimiento de un nuevo tipo de poder financiero

El surgimiento de un nuevo tipo de poder financiero se ha visto favorecido por cambios de naturaleza macroeconómica y macroinstitucional. El ahorro financiero de los hogares, acumulado con vistas a la jubilación, ha generado el desarrollo de la industria financiera de gestión colectiva en Estados Unidos. Con respecto a esta

evolución, el control de la acumulación del capital, que ha sido durante mucho tiempo el resultado de un arbitraje que se daba principalmente entre los bancos y las empresas, sin que los accionistas hayan podido reivindicar ningún tipo de poder, se ha desplazado a favor de los nuevos agentes. A partir de los años 80, se han instaurado nuevas relaciones de fuerza entre los inversores institucionales, convertidos a la vez en los nuevos accionistas y los principales creadores de empresas (fondos de pensión, *mutual funds*, filiales de bancos especializados en la gestión de activos) y estas mismas empresas. En ambos casos, el Estado forma también parte de esta relación, por su capacidad de legislar y por su política económica y financiera. Este proceso ha dado lugar, por un lado, a una recomposición de la industria financiera y, por otro, a que las empresas hayan recurrido a los mercados financieros cada vez con mayor asiduidad. Esto no hubiera podido producirse sin un vacío reglamentario en el mundo financiero, en los intercambios y en la inversión directa que fijan el marco macro institucional de esta evolución y la condicionan.

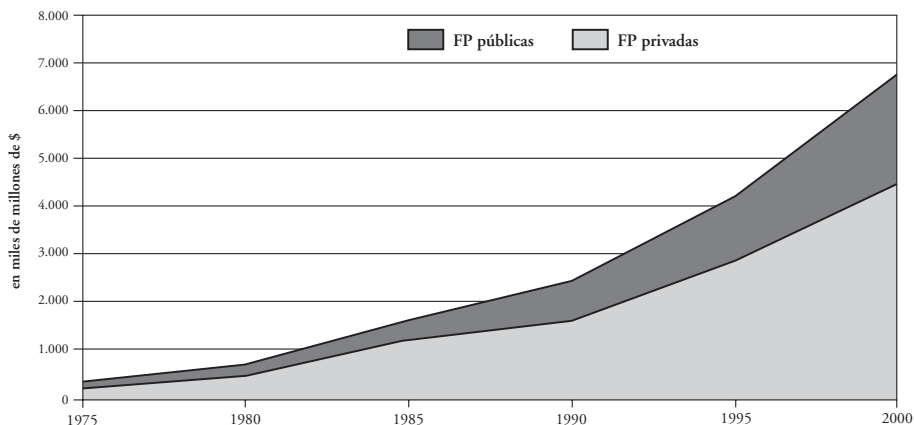
El desarrollo del ahorro «institucional» y la importancia adquirida por los inversores institucionales

El aumento del ahorro para la jubilación de los empleados americanos nacidos en el baby-boom y en el período de crecimiento fordista fundamenta el desarrollo de los haberes de los inversores institucionales y de su nuevo poder. Los fondos de pensión (FP) americanos, que han recibido este ahorro, han visto que sus haberes financieros han aumentado muy notablemente a partir de los años 80, tal y como lo muestra el gráfico 1.

La ley ERISA de 1974 ha favorecido el aumento de este ahorro para la jubilación exigiendo a los fondos de pensión con prestaciones definidas que, de ahí en adelante, estén provisionados. Ha incitado así mismo a los FP a confiar la gestión de sus fondos a gestores especializados (*money managers*). Las ventajas fiscales establecidas a principios de los años 80 con ocasión de la creación de regímenes empresariales de cotizaciones definidas (401 k) y de planes individuales de jubilación (IRAs) han contribuido al desarrollo del ahorro salarial. La cotización en bolsa ha influido en el crecimiento del stock de ahorro acumulado, en un contexto de burbuja financiera característica, especialmente, de la segunda mitad de los años 90.

Frente a esta oferta de ahorro acrecentado, la política de colocación de los FP se ha orientado hacia activos cada vez más arriesgados, a medida que la legislación federal surgida de la ley ERISA aflojaba las restricciones en la materia en los años 80 (Duca, 2001) y que el mercado bursátil ofrecía perspectivas de ganancias crecientes. Los grandes FP del sector público, sujetos durante mucho tiempo a reglamentaciones estatales en su estrategia de asignación de carteras (Useem & Hess, 1999), se han puesto a invertir de forma creciente en los años 90: en septiembre

Gráfico 1. Haberes financieros de los fondos de pensión americanos (en miles de millones de \$).



Fuente: FOF, tablas L. 119 y 120.

del año 2000, la cotización en acciones de su cartera había alcanzado un 61% (excepto en el caso del capital de riesgo) mientras que sólo suponía un 30% de media en 1985, lo cual representa enormes flujos monetarios orientados hacia el mercado accionario. Durante el mismo período, los FP empresariales con prestaciones definidas del sector privado hacían lo mismo, el porcentaje de sus acciones en carteras pasaban de un 48% a un 63%. Finalmente, mientras que los planes 401k eran poco importantes en 1985 y se invertían masivamente en productos de seguros (contratos garantizados), habían acumulado haberes muy importantes en el año 2000 (1.800.000 millones de \$) y se invertían masivamente en acciones (69%). Estos tres factores de aumento de la demanda de inversión en acciones han contribuido a aumentar el precio de las acciones y, asimismo a acelerar esta demanda por parte de los inversores individuales (crecimiento de la inversión en acciones de las cuentas individuales de jubilación de tipo IRAs) y de los inversores extranjeros. Por lo tanto, la institucionalización del ahorro explica en parte el crecimiento de la demanda de activos financieros y del precio de dichos activos.

Debido a estas inversiones en acciones, los FP se han convertido en los nuevos dueños de las empresas y han ejercido una presión creciente sobre los gestores de fondos para obtener una vuelta a la inversión. El mercado bursátil exigía beneficios crecientes a los directivos de las empresas, que los mismos FP contribuían a inflar extrayendo excedentes (en parte virtuales) contabilizados como ingresos. Finalmente, la competencia entre los *money managers* por gestionar los FP de prestaciones definidas se ha intensificado, debido a la disminución de la cantidad de estos fondos, a la reducción concomitante de los mandatos de gestión y a la dis-

minución de la cantidad media de *money managers* por cada dólar de activo gestionado. Esta competencia se ha traducido en la búsqueda de resultados cada vez más competitivos con el fin de obtener nuevos mandatos de gestión, o simplemente para conservarlos. Para llegar a estos resultados, los gestores han realizado inversiones más arriesgadas (las acciones más arriesgadas, capital de riesgo con inversión en bolsa). Asimismo, los empleados se han vuelto individualmente más exigentes en materia de vuelta a la inversión a través de sus planes 401k, intensificando así la competencia entre los gestores de *mutual funds* (MF).

A esta evolución le ha acompañado una reducción de la duración media de posesión de las acciones y un aumento del volumen de las transacciones bursátiles: durante el primer decenio, esta duración media habría pasado de 2 años a 8 meses mientras que el volumen de transacciones en este mismo mercado era multiplicado por 3, pasando de 106,4 millones de acciones intercambiadas por 317,7 millones entre 1995 y 2000. Esto refleja también el hecho de que, con la disminución de los regímenes de jubilación con prestaciones definidas a favor de los planes con cotizaciones definidas, los gestores de MF han obtenido mandatos en detrimento de los gestores tradicionales de los fondos de pensión (FP) de prestaciones definidas, que son en general filiales de gestión de activos de los bancos. Sin embargo, los gestores de MF buscan ante todo resultados financieros y, al no tener ninguna obligación con respecto a sus clientes, presentan en general una tasa de rotación de la cartera más elevada que los demás gestores (Montagne et Sauviat, 2000). Este último alcanzaba de media un 122% en el año 2000 (Levitt, 2002).

La reasignación del ahorro y la recomposición de la industria financiera

En 1979, la llegada de Paul Volcker a la presidencia del Banco Central Americano (FED) marcó un giro en la política monetaria americana: su objetivo primordial es atacar la inflación que marcó los años 70. Para ello, decide limitar la oferta monetaria elevando el tipo de refinanciación de los bancos con la FED y dejar caer los tipos de interés. A principios de los 80, estos tipos se vuelven muy volátiles, los tipos a corto plazo llegan a sobrepasar a los de largo plazo. Los hogares americanos abandonan los bancos, obligados a limitar la remuneración de los depósitos a vista por la normativa de los años 30. Colocan su ahorro en los gestores de MF, teniendo en cuenta las promesas de una elevada remuneración gracias a esta subida de los tipos de interés a corto plazo (*Sicav* monetarios) y a pesar de una fuerte inflación. El desarrollo de los planes de ahorro salarial colectivos e individuales a comienzos de los años 80 (401k e IRA's) contribuye asimismo al desarrollo de los gestores de MF: las partidas de MF se convierten en el mayor apoyo de esta forma de ahorro. Esta reasignación del ahorro a favor de la industria de gestión de activos y, más particularmente, de los gestores de MF con res-

pecto a otros gestores de fondos (compañías de seguros, filiales bancarias) es un fenómeno importante de los años 80 que tiene como marco la esfera financiera y como reto la transformación de sus relaciones de competencia internas.

Al mismo tiempo, las innovaciones financieras, el vacío legal y la globalización de las actividades financieras modifican el comportamiento de los bancos de negocios (o de inversión) americanos. Obligados desde los años 30 a separar sus actividades en el plano doméstico y limitados al ejercicio de esta actividad dentro de las fronteras de Estados Unidos donde están implantadas, es en el mercado de los eurodólares en el que van, no solamente a experimentar nuevas técnicas (métodos de sindicación específicos), sino sobre todo a poner en práctica su actividad de banca universal que les es negada en su propio mercado. En respuesta a la competencia de los bancos europeos y a través de su actividad internacional, estos bancos van a cuestionar progresivamente el modelo de banco surgido del *Glass Steagall Act*, basado en la separación de la banca comercial y la banca de negocios. Por su parte, los grandes bancos comerciales se ponen a desarrollar actividades de mercado (correrías, inversiones en bolsa y aumentos de capital, *trading* por cuenta propia, gestión de activos, etc.) y a acercarse a los bancos de inversión. A partir del comercio de los *swaps*, los bancos comerciales se introducen en la actividad del banco de inversión (Geisst, 1997).

La industria financiera americana ha conocido así un movimiento importante de concentración que hace que la *Glass Steagall Act* de 1933 sea absolutamente obsoleta y que sea finalmente derogada en 1999. El número de bancos comerciales se ha reducido en un tercio entre 1985 y 1995 y el sector financiero ha representado, por sí solo, el 42% de las operaciones de fusiones-adquisiciones durante el mismo período (Smith & Walter, 1996). Los grandes bancos comerciales (Chase Manhattan Bank, Citicorp, Morgan, Bankers Trust) han vuelto a comprar firmas de corredurías y a ofrecer servicios a sus clientes a través de estas filiales dedicadas.

El sector financiero ha reconstituido márgenes de beneficio importantes desde los años 80, tal y como lo han subrayado Duménil y Lévy (2000): la partida de beneficios del sector financiero ha pasado de un 12% a un 25% del total de los beneficios de todos los sectores y de un 27% a un 112% de los beneficios del sector manufacturero entre 1980 y 2000, tal y como muestra el cuadro 1.

Los años 80 fueron más beneficiosos para el sector financiero que los años 90, probablemente debido a las consecuencias de las diferentes crisis financieras de finales de los años 80 (crisis del mercado de los *junk bonds*, crack financiero de 1987 y crisis de las cajas de ahorro a comienzos de los años 90). Sin embargo, los años 90 se han visto marcados por una aceleración muy fuerte de las reestructuraciones por fusión-adquisición y de las inversiones en bolsa: entre los años 1992 y 2000, el total de las operaciones de fusiones-adquisiciones realizadas en el mercado americano ha pasado de 112 a 1.768 000 millones de dólares. Y las 10 inversiones en bolsa más importantes de toda la historia financiera americana

han tenido lugar a partir de 1998, habiendo batido el año 1999 todos los récords históricos desde este punto de vista.

En el seno del sector financiero americano, las actividades de la gestión de activos y las de banco de inversión (emisiones en el mercado primario) han generado estos beneficios: entre 1980 y 1999 los ingresos de la gestión de activos han aumentado en un 25% de media anual mientras que los de originalización crecían a un ritmo anual de un 14%. Pero la actividad de préstamo de los bancos comerciales no ha crecido menos: ha conocido un desarrollo importante hacia finales de los años 90, ligado a la combinación de tipos de interés bajos y a un boom en los gastos de consumo de los hogares. Ha contribuido, por lo tanto, también a la consolidación de los beneficios del sector financiero.

Cuadro 1. Los beneficios empresariales por grandes sectores en Estados Unidos*.

	Beneficios totales de las empresas domésticas (en miles de millones de \$)	Beneficios de las empresas del sector financiero (en miles de millones de \$)	Beneficios de las empresas del sector manufacturero (en miles de millones de \$)
1980	173,8	20,5	76,3
1990	315,9	70,2	109,2
2000	696,3	174,4	155,2

Las empresas recurren cada vez más al mercado financiero

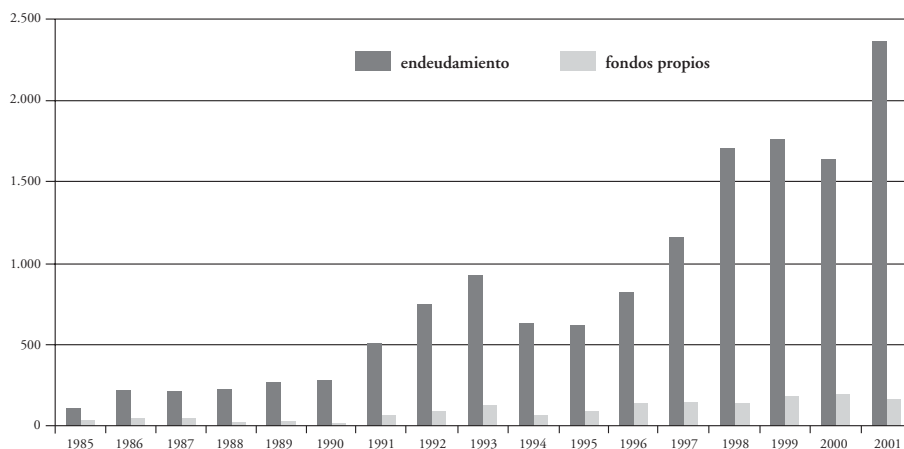
Tradicionalmente, la financiación de las empresas americanas se ha basado sobre todo en la financiación interna por retención de los beneficios (autofinanciación) y, de manera secundaria, en la financiación externa, al recurrir al préstamo obligacionista y al crédito bancario. El hecho de que las empresas americanas recurran al mercado financiero no es un fenómeno nuevo en sí mismo. Pero el mercado de las obligaciones, desde este punto de vista, representa hace tiempo la fuente más importante de financiación empresarial por el mercado, contrariamente al mercado de acciones que no juega más que un papel marginal en la materia, a pesar de su fuerte mediatización. Si bien es cierto que la utilidad económica de éste último consiste teóricamente en estimar el valor de

* La suma de los beneficios empresariales de los sectores financiero y manufacturero no es equivalente al 100%, ya que los datos correspondientes a otros sectores (transporte y servicios con vocación pública, comercio al por mayor y al detalle, y otros) no aparecen recogidos en el cuadro.

las empresas, su función esencial se limita a asegurar la liquidez de los títulos ya emitidos y a procurar ganancias a sus principales titulares (los inversores institucionales e individuales), obtenidos por la valorización del precio de las acciones ya emitidas e intercambiadas en el mercado secundario (así como a todos los intermediarios en este mercado). En este sentido, sería preferible hablar de agentes de colocación institucionales más que de inversores institucionales, en la medida en que la lengua francesa permite esta distinción: se trata en efecto de agentes que efectúan colocaciones financieras más que inversiones directas. Este desplazamiento semántico hace creer que estos agentes invierten en las empresas aunque no hagan más que intercambiar títulos que dan derecho a remuneración.

En los años 80, se han producido cambios notables en el modo de financiación de las empresas (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Por una parte, la partida de beneficios, impuestos deducidos, ha disminuido claramente a favor de los dividendos distribuidos a los accionistas: ha pasado de un 55% en 1960 a un 37% en 2000, mientras que la de los dividendos crecía proporcionalmente, traduciendo la exigencia creciente de los nuevos accionistas por el reparto del beneficio. Por otra parte, el hecho de recurrir a los mercados de obligaciones ha crecido a partir de los años 80, gracias al desarrollo del mercado de los *Junk bonds* y a la titularización de las deudas, es decir, al hecho de hacer que estos créditos sean negociables. De este modo, sobre el total de emisiones de títulos que tienen lugar en Estados Unidos desde mediados de los años 80, se recurre mucho más al endeudamiento que a los fondos propios, tal y como se muestra en el gráfico 2.

Gráfico 2. Capital percibido por las empresas en el mercado financiero americano (en miles de millones de \$).



Fuente: Thomson Financial Securities Data, cf. *SIA Research Reports*, vol. III, n.º 9, October 25, 2002.

Paralelamente, la titularización de los créditos bancarios (sin intermediación) ha hecho que los riesgos de los bancos que conceden préstamos sean transferidos a los inversores institucionales; a partir de ahora los bancos no son más que corredores de crédito. Finalmente, las empresas americanas han recurrido de manera creciente al mercado bursátil, en menor medida para financiar nuevas inversiones, aunque se haya podido observar un desarrollo de las inversiones en bolsa en los años 90 (principalmente en el Nasdaq), para: 1) financiar sus operaciones de crecimiento externo a partir de los años 80 con el desarrollo del mercado de los OPA, al utilizar el mercado secundario de acciones y también de obligaciones (sobre todo los *junk bonds*) para volver a comprar empresas existentes sin crear capacidades productivas nuevas; 2) remunerar a sus cuadros directivos (stock opciones y bonos), garantizar préstamos o pagar a sus acreedores.

La función de la desreglamentación y de la mundialización

La desreglamentación financiera

El vacío legal de los mercados financieros americanos en los años 80 ha permitido a los inversores institucionales (FP, MF, compañías de seguros, cajas de ahorro) revindicar su poder como accionistas a través del desarrollo del mercado de los *junk bonds* y de un mercado para controlar las empresas (OPA hostiles), con sus efectos devastadores en el empleo (Lazonick & O'Sullivan, 2000). La apertura de los mercados financieros europeos y asiáticos les ha permitido asimismo convertirse en accionistas de las principales empresas en el extranjero, sobre todo en los grandes países industriales donde los mercados financieros se han adelantado a la financiación bancaria y donde cambios en el modo de controlar el capital y en los incentivos fiscales han podido facilitar en gran medida estas oleadas sucesivas de privatizaciones en Francia. Ello no ha desembocado en la constitución de un «mercado para controlar las empresas», tal y como se ha podido desarrollar en Estados Unidos, incluso si los OPA hostiles han podido desarrollarse en países como Francia y Alemania. En Europa continental, el año 1999 ha marcado desde este punto de vista una ruptura: en el transcurso de los tres primeros meses, 13 OPA hostiles han tenido lugar mientras que, desde 1990, había habido en total 55, es decir apenas más de 6 de media anual. El total de estos OPA es lo más reseñable, al sobrepasar ampliamente el total de los OPA realizados en Europa hasta el momento.

La liberalización de la inversión directa en el marco de la OCDE y numerosos tratados bilaterales de inversión en los que Estados Unidos ha tomado la iniciativa, así como la aceleración de la liberalización de los intercambios a favor de los programas de ajuste estructural del FMI, de las negociaciones del GATT

que terminan con el Tratado de Marrakech y con la creación de la OMC, han suscitado una aceleración de la internacionalización de las grandes empresas en la industria manufacturera y en los principales sectores de servicios (energía, telecomunicaciones).

La liberalización de la inversión directa y la de los intercambios han avanzado a la par, habiendo autorizado la segunda una libertad casi total de provisión y de comercialización a las sociedades transnacionales. La capacidad que han adquirido las grandes firmas industriales, financieras y de servicios para operar por todo el mundo ha hecho que la contabilidad de los grupos multinacionales se vuelva extremadamente compleja. La privatización de las empresas públicas de los sectores energético y de telecomunicaciones en ciertos países europeos, así como en América Latina y en Asia, ha convertido a los servicios en la «nueva frontera» de la globalización (Chesnais, 1997). Tanto Enron como World Com han pasado de este modo, en el plazo de 10 años, desde un estatus de empresas domésticas a otro de grupos multinacionales que operan en varias decenas de países a la vez. El vacío legal de los sectores energético (durante los años 90) y de telecomunicaciones (en 1996) ha impulsado a estas dos empresas a adquirir una posición de líder mundial en sus respectivos sectores vía fusiones-adquisiciones y a beneficiarse de este modo de la renta del *first mover* (es decir, de la primera empresa que ha tomado la iniciativa y ha ganado esta posición de líder).

Esta evolución ha hecho que detectar fraudes sea globalmente más complejo, al incitar a los directivos para que jueguen con las cifras y las reglas contables, en un contexto donde los mercados exigen de ellos resultados cada vez más competitivos. Han sido más incentivados que en 1995, ya que una de las fuentes más frecuentes de litigio era eliminada por una reforma legislativa (*Private Securities Litigation Reform Act*) que ha hecho prácticamente imposible que un inversor persiga a una empresa que no ha alcanzado sus previsiones de beneficios (Coffee, 2002).

Los efectos del nuevo poder financiero en la configuración de un nuevo modelo de empresa

La lógica que explica el comportamiento de los inversores institucionales es una lógica auto referencial: actúan y reaccionan, ante todo, los unos en función de los otros (Orléan, 1999). Buscan la liquidez y la rentabilidad de sus emplazamientos, seleccionando los títulos que pueden comprar y vender sin plazo, ni costes excesivos, motivados por la realización de ganancias (plusvalías bursátiles). Pero este poder de las finanzas no es estrictamente financiero. Tiene también una naturaleza simbólica y se afirma como un poder social de mayor alcance, por su capacidad de evaluar públicamente a las empresas y de erigir en norma el principio de maximización de creación de valor para el accionista. Este principio equivale a afirmar la legitimidad de los derechos de los accionistas a la punción

prioritaria sobre el valor añadido y sobre el beneficio, una forma en cierta medida exclusiva de concebir los derechos de propiedad de la empresa bajo la única forma de los títulos bursátiles.

Una «nueva» racionalidad financiera

Con el desarrollo del mercado financiero, los inversores institucionales ejercen un derecho de control sobre las empresas por medio de una evaluación financiera, asegurada por analistas financieros a partir de preocupaciones y de métodos específicos. Esta evaluación financiera persigue varios objetivos orientados, en todo caso, a los inversores institucionales: uno busca satisfacer primeramente las exigencias de estos inversores en tanto que accionistas (mejorar la rentabilidad del capital, la legibilidad de la organización y la transparencia de la información). El otro objetivo, que está destinado a estos mismos inversores, pero esta vez en tanto que acreedores, fija al mismo tiempo el coste del crédito para la empresa. Ha ido pareja con una «demanda de evaluación organizativa» de los agentes del mercado financiero, que remite a un determinado modo de dirección empresarial (Aglie-tta y Breton, 2001).

Una evaluación bursátil al servicio de la creación de valor para el accionista

La evaluación de las empresas por los mercados financieros toma carácter público y permanente con respecto a la evaluación bancaria tradicional. Da lugar a un precio que se establece en un mercado gracias a la interacción de un cierto nombre de operadores como los analistas financieros, los órganos de regulación, etc. (Montagne, 1999). El poder adquirido por los inversores institucionales ha reorientado esta evaluación financiera hacia un objetivo exclusivo: mejorar la rentabilidad del capital, economizando su coste. Esta reorientación ha provocado la evolución de los métodos de análisis financiero, focalizados a partir de los años 80 en la evaluación de los futuros *cash flows*, comparada con la evolución del coste de los capitales empleados. La aparición de EVA en los años 70 y la extensión de su uso en las empresas en el transcurso de los años 90 (la mayoría del tiempo este uso ha sido más cosmético que real) constituyen una muestra del aumento de la fuerza de esta forma modernizada en los métodos de los analistas financieros de concebir el valor de una empresa (Montagne y Sauviat, 2000; Lordon, 2000). Este nuevo modo de evaluación exige que las empresas sean capaces de realizar un excedente con respecto a sus competidores, lo cual tiende a su vez a situarlas en una situación de desequilibrio y de inestabilidad en un largo período (Plihon, 2002).

Una evaluación financiera orientada a los acreedores

Un segundo tipo de agente tiene una influencia muy importante y participa en la elaboración de la opinión de los inversores y de los analistas. Se trata de las agencias de anotación que escrutan los datos financieros de las empresas (y de los estados) y que emiten una opinión pública sobre su deuda en forma de nota (la mejor nota es AAA y la peor puede ser hasta CCC o D, según el sistema de anotación de las agencias). Estas agencias son costeadas en gran medida por las empresas que necesitan ser anotadas para poder percibir capitales. No hay más que tres habilitadas por la SEC y se reparten cerca del 90% del mercado: Moody's, Standard & Poor's y Fitch (esta última pertenece a un grupo financiero francés, Fimalac). Esta estructura de oligopolio del mercado mundial de la anotación se cuestiona cada vez más, sobre todo tras su declive colectivo en lo respectivo a Enron.

Una «evaluación organizativa» al servicio de los mercados

Aunque la evaluación financiera es la pieza maestra de la evaluación, ha desembocado en otro tipo de evaluación que afecta esta vez a la organización de la empresa (Montagne, 2001). Esta se realiza a dos niveles: es asegurada, en primer lugar, por un conjunto de agentes al servicio de los inversores institucionales (los analistas financieros, los gabinetes de orientación en *corporate governance*), pero también, en segundo lugar, por agentes al servicio de las empresas (los gabinetes de orientación en gestión, en recursos humanos, etc). Esta forma de evaluación está organizada en función de unas normas organizativas que el conjunto de los actores contribuyen a construir y a legitimar. Se asegura en función de los dispositivos específicos de control interno de las empresas (*corporate governance*), bajo la presión conjunta de los inversores institucionales, de las autoridades bursátiles y de los órganos de regulación (SEC, NYSE, NASDAQ).

Debemos al sociólogo M. Useem (1993) la descripción detallada del proceso «de ajuste organizativo» organizado por los grandes grupos americanos, en respuesta a, (o como anticipo a), la presión creciente de los inversores institucionales. Aunque este proceso no puede considerarse una respuesta directa y exclusiva a una reorientación estratégica de los grupos americanos a la exigencia de creación de valor accionarial (ya que proviene de una larga tendencia en respuesta también a la competencia globalizada), al menos, aparece explícitamente justificado en estos términos. Este acuerdo en cuestiones organizativas sobre la norma de creación de valor accionarial se ha traducido sistemáticamente en la descentralización de los círculos de decisión. Las funciones centrales de planificación y de desarrollo estratégico han sido descentralizadas en lo que respecta a las unidades operacionales, provocando la contracción de las sedes sociales y una nueva responsabilidad de los directivos de estas unidades. Esta reorganización interna ha permitido mejorar el sistema de *reporting* contable y financiero y la transparencia de las diferentes actividades de los grupos para hacer que sus resultados

sean identificables y comparables, incluso en términos de cotización bursátil para los analistas financieros especializados por sector. Ha conducido igualmente al desarrollo de la función de comunicación financiera en el seno de los grupos, formando una dirección que ocupa a empleados a jornada completa.

Se puede decir que la evaluación, ya sea de naturaleza financiera u organizativa, está destinada a formar la opinión de los inversores. Es asegurada colectivamente por los agentes de los mercados financieros, incluso por la prensa financiera especializada que también participa en su construcción.

El papel de *go-between* de los «profesionales del peritaje»

La estructura oligopolística de numerosos sectores industriales y de servicios ha llevado a los grandes grupos a imitarse mutuamente desde un punto de vista organizativo, incluso desde un punto de vista estratégico. Las grandes redes de auditorías y de asesoría, así como los gabinetes estratégicos, más pequeños, refuerzan esta tendencia al mimetismo entre grupos que compiten. Estos «manipuladores de símbolos» de los que habla Reich (1993) son los que transmiten no sólo representaciones de la empresa, cambiantes en función de la manera de trabajar de los *managers*, sino también de unos criterios organizativos y operatorios absolutamente concretos. Mc Kenna (2001) ha puesto en evidencia el papel vanguardista de los gabinetes de orientación americanos en la difusión de nuevos conceptos y modelos de *managers* en Estados Unidos y en Europa, como la difusión del modelo empresarial multidivisorio. La difusión del nuevo modelo empresarial característico del capitalismo patrimonial, tanto en su retórica como en su práctica, también se ha visto beneficiada por la acción de los «profesionales del peritaje».

A partir de los años 80, se ha dado una convergencia de los métodos de análisis estratégico desarrollados por los gabinetes estratégicos como Mc Kinsey y Boston Consulting Group y de los métodos propios del análisis financiero (Montagne y Sauviat, 2000). Aunque los analistas financieros hayan hecho que la evaluación de los futuros flujos de la empresa sea una referencia central de sus métodos, los gabinetes de asesoría son los que han proporcionado los instrumentos de medida y de evaluación y los que los han puesto en práctica en el seno de las empresas (EVA, etc.). Lordon (2000) ha demostrado el papel desempeñado por algunos de ellos en la difusión para con las empresas (y podríamos decir para con las élites directivas), no sólo de la ideología del valor accionarial sino de los instrumentos para medir y experimentarlo internamente. Estos gabinetes son todos de origen americano (Stern & Stewart, McKinsey, Boston Consulting Group). En Estados Unidos son más influyentes porque recurrir a la asesoría es algo mucho más normal y desarrollado que en Francia. Los consultores están así

mismo mucho más familiarizados con los círculos académicos, de donde provienen, en cierta medida, y están en permanente contacto con ellos. El hecho de que conocidos universitarios hayan creado su propia empresa de orientación no es algo inusual (Michael Porter, por ejemplo). También los hay que funcionan como consultores (provisionalmente o no). De este modo, desempeñan más fácilmente el papel de intermediarios entre los círculos universitarios y los empresariales, de traductores de los conocimientos académicos y disponen, llevando a cabo esta función, de un fuerte capital simbólico. De hecho, Lordon recuerda los orígenes académicos de la EVA, surgidos de la teoría financiera (Modigliani-Miller).

Por lo tanto, los gabinetes de orientación han hecho circular y han dado forma a la noción de valor accionarial en el seno de los círculos directivos. Esta difusión se ha hecho por medio de la participación en coloquios, en seminarios que suponen una ocasión de fertilización. Las grandes auditorías y órganos de orientación (Big Five), que han introducido los cambios en los procedimientos contables, así como los grandes gabinetes de orientación en recursos humanos han hecho que los sistemas de incentivos para la remuneración, basados en el objetivo central de creación de valor para el accionista, sean operativos (Mercer Consulting Group, Hay, Towers Perrin, etc.).

La función de estos expertos no acaba aquí. En el transcurso de los años 90, han ayudado también a los grandes grupos a poner en práctica una ingeniería financiera compleja y a utilizar un cuadro contable cada vez más agresivo (o creativo según un suave eufemismo). Los banqueros de la inversión, con la ayuda de juristas muy doctos en materia de finanzas y de fiscalidad de la empresa, han concebido montajes financieros para el menos osado, designados bajo el nombre de finanzas estructuradas, destinados a eliminar la deuda del balance y a evitar las tasas. El papel de los *Big Five* (ver un poco más adelante) tampoco es desdeñable en este aspecto: no solamente han aceptado la contabilidad creativa sino que han participado en la difusión de estos nuevos modelos contables en otras empresas. Las SPE (*Special Purpose Entities*) han sido particularmente utilizadas por las grandes empresas como un medio de acceder a préstamos disimulando la carga de endeudamiento en el pasivo del balance. Para establecerlos, de conformidad con la regla en vigor en los años 80 y finalmente asumida por la SEC y el FASB en los años 90 a base de presiones de las grandes auditorías, basta con que solamente un 3% del capital provenga de inversores ajenos al grupo. Estos montajes han permitido a empresas como Enron crear socios no consolidados, cuyos títulos eran emitidos por los bancos en el mercado financiero.

Esta promiscuidad del conjunto de los profesionales del peritaje y de la orientación con los círculos financieros procede de tiempo atrás. En Estados Unidos, conviene recordar que las actividades del consejo estratégico surgieron de la separación de los bancos de negocios y de los bancos comerciales producida por el Glass Steagall Act. Los bancos de negocios ejercían tradicionalmente esta función

de orientación interna, en el marco de las reestructuraciones de empresas y de las fusiones-adquisiciones que organizaban. Son banqueros los que, tras esta ley, crearon las primeras estructuras independientes de orientación (McKenna, 1995). Se mide mejor la influencia discreta de estos consejeros recordando que Stern, uno de los promotores de la EVA, había realizado parte de su carrera en un banco de inversión antes de desempeñar el oficio de consultor (Lordon, 2000). J. Skilling, el efímero director general de Enron que concibió la actividad de *trading* del grupo (Enron Online), era asimismo un ex-consultor de McKinsey (especialista en el sector energético) y dotado de una experiencia anterior en la banca y en la gestión de activos. Desde 1985, intervino para McKinsey en el seno del grupo y propuso crear, en el momento en el que se produjo un vacío legal en el sector del gas natural, un banco del gas que operase como una correduría. Seducido por esta idea, el Presidente General de Enron, K. Lay, le contrata en 1990 y le coloca al mando de una división «ad hoc» (Enron Finance Corp.). Asimismo, el director general de WorldCom trabajó para KPMG (uno de los Big Five). Pero, a diferencia de los auditores que deben rendir cuentas ante los accionistas y ante los órganos de regulación, cuya misión es proteger a estos últimos, los consultores no son responsables de sus acciones más que ante los directivos empresariales que les han otorgado su mandato y que les pagan.

Los factores de vulnerabilidad del nuevo modelo de empresa

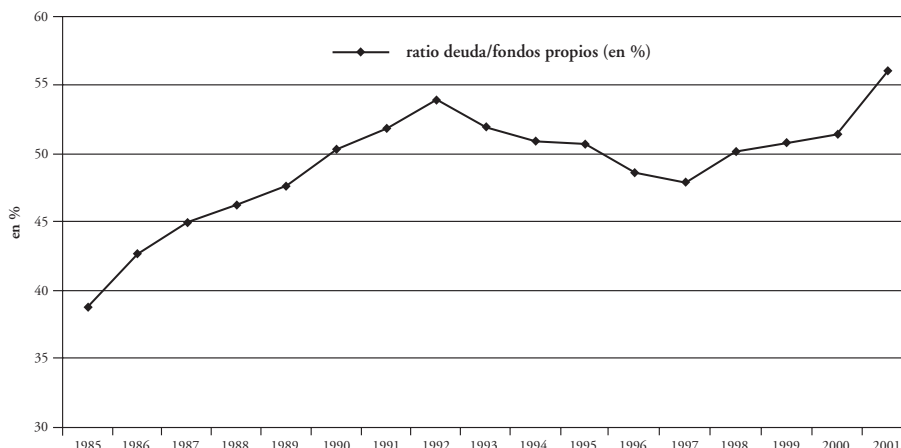
Se revelarán aquí tres tendencias que nos parecen particularmente características de la nueva configuración y del comportamiento de las empresas bajo la influencia del mercado financiero y de los inversores institucionales: se trata respectivamente del endeudamiento creciente de las empresas, de su modo de crecimiento primordial vía fusiones-adquisiciones y del desarrollo de un sistema de remuneración relacionado con las cotizaciones en bolsa. Estas tres características parecen acrecentar la inestabilidad de los mercados financieros, que deben apoyar tal modelo de empresa, al mismo tiempo que favorecen la importación de la inestabilidad propia de los mercados financieros al seno de la actividad empresarial.

Un endeudamiento infravalorado y activos sobrevalorados

Para responder a las previsiones de ganancias siempre crecientes realizadas por los inversores institucionales (y sus analistas financieros), los directivos se han visto incitados a manipular sus cuentas y a inflar los resultados de la empresa, endeudándose masivamente. Este aumento de los beneficios, totalmente ficticio, ha sostenido el alza de las cotizaciones en bolsa. El número creciente de empresas que han tenido que revisar sus cuentas a petición de la SEC hacia finales de los años 90 constituye una prueba de ello.

La deuda de las empresas americanas ha aumentado, pero de manera más acentuada en los años 80 que en los 90. Se observa aún así una recuperación al alza del ratio de endeudamiento a partir de la segunda mitad de los años 90, que se acelera brutalmente en el año 2001, tal y como lo muestra el gráfico 3.

GRÁFICO 3: Ratio deuda/fondos propios de las empresas no financieras y no agrícolas.



Fuente: FOF, tabla B. 102.

Sin embargo, esta medida no afecta más que a la partida visible de la deuda ya que los años 90 se han caracterizado por una operación a gran escala de falta de consolidación de las deudas, organizada por los directivos empresariales y por su ejército de consejeros. Por otra parte, la relación mecánica instaurada en ciertas empresas como Enron entre la cotización de la acción y las posibilidades de cancelación de la deuda, el riesgo de tener que pagar a los acreedores y de ver que las agencias de notación degradan automáticamente su nota se ha vuelto real. La inestabilidad de los mercados financieros ha sido de este modo conducida al centro de la actividad empresarial y de la economía real. Esta situación ha concluido de hecho con un aumento de las quiebras empresariales, el método más radical para congelar y reestructurar las deudas, incluso cancelarlas: el año 2001 concentró, desde este punto de vista, las diez quiebras más importantes de la historia americana. Pero ya desde finales de los años 80 y desde comienzos de los 90, muchas empresas habían tenido que retirar su balance, por haberse endeudado demasiado (sobre todo cuando se volvieron a comprar empresas por efecto de palanca o *leverage buy-out*).

Este endeudamiento ha servido, en cierta medida, para financiar la compra por parte de las firmas de sus propias acciones, conduciendo a un proceso de recolocación de los capitales de las empresas de la antigua economía en las de la

«nueva economía» (Brender et Pisan, 20001). Ha servido también para volver a comprar otras empresas existentes (OPA), lo cual se demuestra por la adquisición creciente de activos financieros. Esta tendencia puede observarse en la evolución de las emisiones netas de acciones de las empresas del sector no financiero, las cuales se vuelven cada vez más negativas, sobre todo en la segunda mitad de los años 90. Al mismo tiempo, la evolución de la relación del stock de los activos financieros sobre el de los activos reales se configura durante los años 90, tal y como se muestra en el cuadro 2.

Cuadro 2. El comportamiento de las empresas del sector no financiero.

	Emisión neta de acciones (en miles de millones de \$)	Activos financieros/activos reales (en %)
1980	+10,4	38,5
1985	-84,5	37,2
1990	-63,0	38,6
1995	-58,3	73,1
2000	-159,7	94,8

Esta situación de endeudamiento, infravalorada por las estadísticas, no sería en sí misma problemática si no se hubiera acompañado de una sobrevaloración de los activos inscritos en el balance de las empresas únicamente por el juego contable de los excesos de valor (*goodwill*), que se trata de cancelar, hoy en día, tras la caída de las cotizaciones en bolsa. El *goodwill* representa el exceso de valor entre el precio que las empresas adquisidoras han aceptado pagar (el valor de mercado) durante frenéticas operaciones de fusiones-adquisiciones en los años 90 y el valor contable de los activos adquiridos, llevado al activo del adquirente. En la actualidad, esta situación hace que los balances de las empresas americanas cotejadas sean considerablemente más frágiles, y las obliga a desendeudarse rápidamente.

Un crecimiento impulsado por las fusiones-adquisiciones

El mercado de las OPA ha otorgado a la cotización en bolsa una importancia primordial en la estrategia de los directivos empresariales. La progresión de la cotización en bolsa (o al menos su mantenimiento) se ha convertido en el eje casi

obsesivo de su estrategia, como medio para proteger la empresa de los depredadores financieros que habían realizado su aprendizaje anterior en el mercado de los *junk bonds* en los años 80. Cuando el boom de las OPA toma el relevo, tras la crisis de la bolsa de 1987 y el final del crecimiento del mercado de los *junk bonds*, los directivos empresariales buscan, con igual acierto, los medios jurídicos para protegerse de las OPA, dejando constancia de su peso político local y de la realidad de la empresa americana como construcción política (Roe, 1994).

Sin embargo, en la segunda mitad de los años 90 en Estados Unidos este mercado llega a batir todos los records históricos: entre los años 1995 y 2001, fue cinco veces más importante que cualquiera de los booms precedentes, tal y como muestra una encuesta realizada por el semanal económico y financiero Business Week. El efecto combinado de la utilización de acciones como moneda de cambio de las OPE (operaciones públicas de cambio), el vacío legal de un cierto número de sectores (el sector de las telecomunicaciones, sobre todo y de la alimentación) y el movimiento al alza de la Bolsa por la política monetaria muy liberal de la FED, explican el dinamismo de las fusiones-adquisiciones durante este período. Este proceso ha tenido un carácter acumulativo. El caso de World Com constituye un buen ejemplo: en la fase de formación de la burbuja bursátil, la subida de la cotización en bolsa del grupo le permitió, durante cuatro o cinco años, financiar un programa de fusiones-adquisiciones cuyo fundamento parecía «a posteriori» confirmarse por las nuevas subidas de la cotización de la acción. Este no fue un caso aislado. La encuesta de Business Week demuestra que esta forma de actuar fue utilizada, como una moneda privada, para financiar las fusiones-adquisiciones en la mayoría de los casos (65% de los casos). Y precisamente cuando los cambios de acciones son utilizados como soporte de la operación, las fusiones-adquisiciones muestran los peores resultados desde el punto de vista de sus retornos a inversión, tal y como revela esta encuesta.

Este movimiento ha conducido globalmente a una recomposición productiva dominada por una carrera desenfrenada guiada por una racionalidad más financiera que industrial. Ha concluido con una destrucción del valor de la acción. Ha contribuido también a acelerar el movimiento de no sindicalización de las empresas americanas, a causa de los despidos provocados por las reestructuraciones y a desmoralizar a los empleados que se quedan sin su puesto de trabajo al final de estas operaciones (Fligstein & Shin, 2002). Este mercado no se hubiera podido desarrollar sin la ayuda de un marco contable extremadamente favorable que permitió a las empresas, por lo menos hasta el año 2001, amortizar el *goodwill* en el pasivo de su balance por un período de 40 años, incluso les permitió hacerlo desaparecer por el método, tan utilizado por las empresas en los años 90, del *pooling of interest*. E incluso en este caso, la continuación de esta estrategia de fusiones-adquisiciones fue, si no favorecida, al menos validada por los analistas financieros.

Un sistema de remuneración inestable y perverso

El proceso de recolocación de los recursos humanos y de redistribución de los círculos de decisión en el seno de las empresas ha desembocado igualmente en el desarrollo y la sistematización de dispositivos para incentivar la remuneración. Estos dispositivos fueron sido ampliamente legitimados por la teoría de la agencia desarrollada por Jensen y Meckling (1976) que postulaba que los directivos (agentes) deben ser controlados por los accionistas (los principales) con el pretexto de que estos últimos soportarían un riesgo residual sin tener la seguridad de que los directivos vayan a comportarse en conformidad con sus intereses. Para obligarles a ello convenía por lo tanto, según esta teoría, poner en marcha mecanismos de control y mecanismos para incentivar la conformidad con sus intereses.

La difusión de los planes de stock de opciones y de bonos relacionados con los resultados de los equipos directivos tenía que responder a estas exigencias. Sin embargo, su desarrollo no hubiera sido posible sin la existencia de reglas contables autorizadas por las autoridades bursátiles que permitieron a las empresas no contabilizar estas remuneraciones como gastos de explotación, a diferencia de los sueldos (Sauviat, 2002b). Estos planes conocieron un desarrollo muy importante en los años 90, permitiendo a las empresas no solamente atraer y formar los cuadros de alto nivel que necesitaban ser fieles, sino también movilizar a sus empleados. Por consiguiente, estos sistemas obtuvieron generalmente la aprobación del mundo financiero (Montagne et Sauviat, 2001), y fueron así financiados por las empresas, de manera creciente por programas de compra de sus propias acciones, sobre todo en la segunda mitad de los años 90 (Weisbener, 2000). Pero estos dispositivos han conllevado también un crecimiento desproporcionado de las remuneraciones de los PDG con respecto a las de los empleados de base: la diferencia entre las dos, 42 veces mayor en 1980, 501 veces mayor en el año 2000.

Operando de este modo, estos sistemas han provocado la inestabilidad de la Bolsa en el seno mismo de la relación salarial y de la formación de los ingresos. Ya que la caída de la Bolsa no sólo ha hecho que el sueldo directo (e indirecto) de unos pocos cuadros dirigentes sea más frágil, sino que también ha destrozado el sueldo indirecto de los trabajadores americanos, acumulado de forma creciente en los planes de ahorro salarial de tipo 401k (Sauviat, 2002a). Sin embargo, no parece que esta disminución de la riqueza patrimonial haya provocado una disminución del consumo (efecto de riqueza). La explicación podría encontrarse en el crecimiento del endeudamiento de los hogares, en la expansión del crédito bancario y en la renegociación de los préstamos que han permitido sostener la demanda. Es cierto que el efecto de riqueza actúa diferentemente en función de los niveles de ingreso. Pero globalmente, el crecimiento de las desigualdades de ingresos consiguiente al aumento de su volatilidad no parece haber aumentado

las desigualdades de consumo observadas en el seno de los hogares, precisamente gracias a la expansión del crédito para el consumo (Krueger & Perri, 2002). En consecuencia, la deuda de los hogares americanos es muy elevada y la cantidad de hogares arruinados ha progresado fuertemente en los años 90 ya que el procedimiento de quiebra favorece los comportamientos de endeudamiento, permitiendo la anulación de las deudas y protegiendo, por lo tanto, a los endeudados. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares americanos con respecto a sus ingresos disponibles no ha parado de disminuir desde los años 80: de un 10,6% en 1984, ha bajado a un 1% en enero de 2001. Es cierto que esta caída del ahorro ha sido compensada, en el caso de los hogares más acomodados y hasta 1999, por excedentes de capital relacionados con la subida de la Bolsa. Pero su caída brutal a partir de la primavera de 2000 plantea de nuevo, y de forma dramática para los hogares más pobres, la cuestión de la insuficiencia de los movimientos de ahorro de los americanos para su jubilación.

Un dispositivo de control de los mercados minado desde el interior por los conflictos de intereses

Un cuarto elemento, esta vez exterior a la empresa y propio del sistema de control de los mercados financieros, ha aumentado esta vulnerabilidad: se trata de la disfunción de dos de sus mecanismos esenciales: los auditores y los analistas financieros, que pone en cuestión la construcción institucional de la confianza necesaria para el buen funcionamiento del mercado de los títulos. Lo que sugieren, tanto el asunto Enron como el WorldCom, es que estos intermediarios no han desempeñado correctamente su función de control debido a las relaciones particulares que mantienen con los directivos empresariales, basadas en intereses comunes. Dicho de otro modo, si el nuevo poder financiero tiene, por medio de las normas, una influencia relativamente importante en la empresa, los directivos han podido, en cierto modo, resistirse a este poder gracias a su capacidad de invertir los mecanismos de control de los mercados financieros a su favor.

Las «relaciones peligrosas» entre los auditores y los directivos empresariales

En Estados Unidos, las leyes sobre los títulos de los años 30 han hecho del control de las cuentas de las empresas un mecanismo central del funcionamiento de los mercados financieros. Pero redefiniendo así el control de los auditores, garantizándoles clientes y un mercado estable (las empresas cotejadas que demandan ahorro público tienen la obligación de publicar los datos contables vía auditoría), estas leyes han promovido la concentración y la formación de oligopolios en el sector. En el año 2000, cinco grandes empresas conocidas con el nombre de

Big Five dominaban el mercado, muy por delante de las otras empresas del sector: Andersen, la última de las *Big Five* por su tamaño, tenía una cifra de negocios mundial de 9.300 millones de \$ y empleaba 85.000 trabajadores mientras que la empresa del mismo sector en sexta posición (Grand Thornton) mostraba una cifra de negocios de tan sólo 1.700 millones de \$ y 22.000 trabajadores.

Estas firmas han logrado concentrar los mandatos de control de cuentas de las mayores empresas, siendo las únicas que disponen de los recursos humanos y tecnológicos que pueden llevar a buen término esta misión y han sabido tejer lazos privilegiados con las direcciones generales y las direcciones financieras de las mayores empresas americanas. De este modo, han podido desarrollar, paralelamente a su actividad como auditorías legales, servicios de orientación (orientación en sistema de información y orientación jurídica y fiscal) que se han convertido, desde los años 70, en el principal polo de crecimiento de su actividad (Allen & Mc Dermott, 1993). Así, mientras que en 1976, los honorarios de las auditorías representaban todavía un 70% de la cifra de negocios de las firmas del sector, esta proporción cayó a un 31% en 1998 (Levitt, 2002). Esta caída de los honorarios de las auditorías está relacionada, en parte, con un efecto-precio: las auditorías han aceptado disminuir los precios de sus misiones de control de cuentas siempre que puedan recuperarse con las misiones de orientación no reglamentadas. La actividad de asesoría se ha vuelto, al mismo tiempo, un verdadero producto de reclamo, un instrumento indispensable para estas firmas con el fin de atraer a los jóvenes diplomados que precisan, no muy motivados por hacer carrera en las auditorías debido a que a esta profesión se le asocian unos sueldos y un prestigio social relativamente bajos. Las empresas clientes sirven como principal salida a los empleados de las grandes auditorías en términos de carrera profesional: al estar en su mayoría estructuradas en sociedades personales, estas últimas sólo pueden ofrecer un número limitado de promociones a sus empleados (Fondeur y Sauviat, 2002). Debido a la estrechez de este mercado laboral interno, los empresarios organizan la movilidad externa de su mano de obra, caracterizándose ésta por una elevada tasa de rotación de los trabajadores (16% en 2000).

Finalmente, si las actividades de orientación se han convertido en la mayor fuente de beneficio de las grandes auditorías, son así mismo reivindicadas por la profesión contable americana como fuente primordial de informaciones y un medio para conocer mejor la empresa, para mejorar, por lo tanto, la calidad del cometido de las auditorías legales. Pero alimentando una mayor promiscuidad entre los directivos de los que dependen tanto en materia de información como de ingresos, los auditores someten su independencia, es decir, su capacidad para resistirse a las presiones, a una dura prueba.

Teniendo en cuenta estas evoluciones, a lo largo de los años 90 los auditores han tenido cada vez más dificultades para asumir su función de defensores del

interés general. El final de esta década se ha visto marcado por un aumento creciente de los conflictos de intereses, tal y como demuestran, por una parte, la aceleración de las irregularidades contables a lo largo de este período y, por otra, la progresión de los conflictos entre accionistas y auditorías. Y ello, a pesar de la acción conjunta del Tribunal Supremo, de los Tribunales de Justicia de los Estados y del Congreso que introdujeron en 1994, por presiones de la profesión, cambios destinados a limitar la responsabilidad de las grandes auditorías en el caso de fraudes cometidos por sus clientes y a protegerles en parte de las demandas judiciales de los accionistas. Enron ha sido, en cierto modo, el resultado de una serie de pequeños escándalos de los cuales Arthur Andersen había sido uno de los principales protagonistas a lo largo de toda esta década (con Sunbeam Corp. en 1998 y Waste Management en 1999), al lado de KPMG y de PricewaterhouseCoopers (dos de las otras *Big Five*). Pero a causa de la estructura oligopolística del sector, y a pesar de los diferentes escándalos, nunca había tenido que soportar hasta ahora ver su reputación cuestionada, así como ser sancionado por parte del mercado. La eliminación de Andersen aparece así como excepcional y única en su género en la historia de las auditorías.

La «exuberancia» muy racional de los analistas financieros

La erosión de la famosa «muralla china» que prohibía teóricamente toda comunicación directa, tanto escrita como oral, entre el departamento de análisis financiero y los del banco de inversión y de venta de títulos comenzó en mayo de 1975: la SEC decidió entonces desnormativizar las comisiones fijas en las transacciones de títulos. Esta decisión, que se tomó justo tras la promulgación de la ley ERISA en 1974, es una muestra del aumento de poder de los inversores institucionales y del hecho de que se conviertan en la clientela de los grandes bancos de inversión, en detrimento de una clientela de particulares. La competencia resultante degrada los márgenes de las corredurías. De este modo, la reestructuración de la industria financiera americana y la constitución de grandes conglomerados financieros durante la década de los 90 han visto desaparecer la mayoría de las corredurías independientes, absorbidas por los grandes bancos de inversión. Y las operaciones de fusiones-adquisiciones y de emisión de títulos en los mercados primarios (inversiones en Bolsa, aumentos de capital) al servicio de las empresas se han convertido en la mayor fuente de beneficio de los bancos de inversión, muy por delante de las actividades de análisis financiero al servicio de los inversores.

Esta nueva estructura de los ingresos ha exacerbado los conflictos de intereses profesionales en el seno del banco, colocando a los analistas financieros bajo la dependencia de los bancos de inversión.

Estos conflictos de intereses han favorecido la subida de la bolsa, pero también su democratización (relativa). A partir de la segunda mitad de los años 90, ciertos analistas *sell side* fueron puestos en evidencia por los medios de comunicación y por la prensa financiera y su remuneración se vió multiplicada 10 veces, al mostrar la transformación de un mercado laboral profesional con el modelo del *star system*. Estos analistas estrella se han convertido en verdaderos líderes de opinión; su palabra ha cobrado de repente un gran valor. Su influencia en la cotización de la bolsa de las empresas se ha visto sobredimensionada, así como su capacidad para conseguir cotizaciones e inversiones exitosas en bolsa, inspiradas en las profecías autorealizadoras descritas por Orléan (1999). Han sido utilizados con mayor asiduidad por su banco como medio para atraer nuevos clientes para la inversión en bolsa, una de las actividades más lucrativas además de la orientación en fusiones-adquisiciones. Han estado aún más motivados porque una parte de su remuneración (bonus) está relacionada con el volumen de transacciones engendrado por sus estudios y, por lo tanto, con los ingresos totales del banco. Debido a este hecho, las recomendaciones de venta de una acción se han vuelto totalmente marginales con respecto a las recomendaciones de compra a finales de los años 90: este ratio ha bajado a un 1% en 1999 (Coffee, 2002). Ya que al retrogradar una acción a la baja, los analistas asumen un triple riesgo: el de no tener ya un acceso privilegiado a la información privada proporcionada por los equipos directivos de las empresas (participaciones en *road shows*, contactos o encuentros extra-profesionales), incluso de cortar definitivamente con esta fuente de información que supone también una condición para conocer profundamente la empresa y su viabilidad profesional; el de ser llamados al orden por su jerarquía en el seno del banco, incluso de ser personalmente objeto de sanciones en forma de reducción de bonos, de presiones para dimitir, etc.; finalmente el de ser sometidos a las presiones de sus clientes, inversores institucionales, preocupados de que una recomendación negativa vaya a afectar al valor de su cartera de acciones, sabiendo que son los primeros y los mayores compradores de acciones y de obligaciones en los mercados primarios.

Estas prácticas, que ciertamente no son nuevas, se han extendido ampliamente con la aceleración de la bolsa y el método sistemáticamente positivo introducido por los analistas en sus cálculos de previsión de ganancias de las empresas cotejadas a finales de los años 90. Welch (2000) ha mostrado que la imitación mutua de los analistas hacia un consenso optimista es significativamente más importante en períodos de subida de la bolsa. Y los analistas financieros estrella, que dan el tono, no han dudado en sacrificar el rigor de sus métodos de análisis utilizando nuevas convenciones de evaluación, cada vez más alejadas de los fundamentos empresariales. Aunque este proceso sea típico de los períodos de aceleración de la bolsa, en los que el distanciamiento creciente con la realidad se vuelve patente (Kindleberger, 1989), estas nuevas convenciones resultan también de la creencia compartida en una nueva era. La novedad es en efecto reseñable:

al inspirarse en la manera de obrar de los *managers*, la creencia en una «nueva economía» y nuevos *business models* hacen creíbles los nuevos métodos de evaluación, las nuevas convenciones como la «convención Internet» (Boyer, 2001). Estas creencias surgen en general apoyándose en historias populares, posibles, como mucho, sólo en un principio. La «nueva economía» proporciona un buen ejemplo de este proceso: la idea es lanzada en 1996 por M. Mandel, un diplomado en economía de Harvard que firma editoriales económicos en el semanal *Business Week*; será retomada por varios universitarios y, en 1998, por el gobernador del Banco Central americano (FED), A. Greenspan, que le aporta así su credibilidad y sus títulos de nobleza. Y tal y como subraya Schiller (2002), es difícil ir en contra de historias de este tipo cuando la teoría financiera predominante está basada en la hipótesis de eficiencia de los mercados.

En un trabajo reciente, Orléan (2002) se ha esforzado en sistematizar los resultados de sus estudios sobre los agentes de los mercados financieros mostrando la importancia de las creencias colectivas o sociales para determinar los comportamientos individuales de los agentes económicos. Su racionalidad consiste, según él, en apoyarse en estas creencias colectivas en la acción que han creado, incluso si sus creencias individuales no van forzosamente en el mismo sentido. Este marco explicativo tiene cierto valor heurístico para aclarar el comportamiento de los analistas estrella de los sectores de la «nueva economía» a finales de los 90, sobre todo el hecho de que se hayan dejado llevar por las creencias colectivas más que por sus métodos de análisis y sus juicios personales. Este era en efecto el precio a pagar para conservar sus posiciones de poder y su estatus en el seno de su banco y, en un sentido más amplio, en la sociedad, así como las partidas de mercado de sus respectivos bancos en el segmento altamente remunerador de las inversiones en la bolsa (Sauviat, 2003).

La racionalidad de los analistas financieros debe ser limitada y el marco de su interpretación debe ser necesariamente sometido a influencia. Son los principales traductores o decodificadores de la información sobre los proyectos empresariales y sobre el futuro económico en general. Si deben para ello anticipar permanentemente el futuro valor de las empresas reflejado en una cotización en bolsa, este ejercicio de interpretación orientado hacia los inversores es frágil: el valor de un activo financiero queda sin determinar y los precios de los títulos financieros, así como su evaluación, son ante todo construcciones sociales (Zuckerman, 1999).

La moral de la historia: ¿hace falta que todo cambie para que nada cambie?

El nuevo poder financiero se ha basado, al constituirse, en un crecimiento del ahorro colectivo y en una redefinición de las relaciones de fuerza en el seno del sector financiero, que provoca la derogación del *Glass Steagall Act* en Estados Unidos. Tiene efectos normativos sobre las empresas, influyendo en sus

decisiones organizativas y estratégicas, ayudado para ello por expertos o consejeros profesionales próximos o provenientes del mundo de las finanzas. El modelo de empresa resultante muestra una fragilidad endógena, ya que está fuertemente correlacionado con las cotizaciones en bolsa y con el funcionamiento de los mercados financieros y es portador de una inestabilidad a más o menos largo plazo. Además, este nuevo poder financiero se ha revelado relativamente poco eficaz en materia de colocación del capital, teniendo en cuenta el coste desorbitado del levantamiento de los capitales en los mercados financieros, que beneficia sobre todo a las grandes firmas de Wall Street y de la redistribución tan asimétrica de las riquezas.

A pesar de estos efectos normativos, este nuevo poder financiero ha sido, en cierto modo, subvertido desde el interior por los directivos empresariales para volverse contra sí mismo, es decir, contra los inversores institucionales que aparecen como víctimas, al lado de los inversores individuales así como de los trabajadores, afectados por los despidos masivos. Sin embargo, si nos fijamos bien, son los inversores individuales y los trabajadores los realmente perjudicados. Los primeros porque su ahorro ha sido expoliado. Los segundos porque algunos han perdido no sólo su empleo sino que se ven además afectados por la quiebra de sus planes de ahorro salarial y tal vez incluso porque se cuestiona de nuevo parcialmente sus derechos a una pensión de jubilación en el marco de sus regímenes profesionales de prestaciones definidas. Después de todo, los inversores institucionales no son más que intermediarios financieros que gestionan un ahorro que no les pertenece. E incluso en el caso de los fondos de pensión de prestaciones definidas en los que la empresa se compromete a abonar un nivel de pensión, el ahorro acumulado como expresión del derecho de los empleados a una pensión de jubilación no está totalmente garantizado en caso de quiebra de la empresa.

Si Jensen y Meckling (1976) en su teoría de la agencia, creían tener razón al postular la existencia de asimetría en la información, estos dos autores no podían sin duda imaginar el alcance efectivo que tomaría su teoría, al querer tal vez demostrar demasiado rápidamente la superioridad del sistema de control por los mercados financieros. La nueva distribución de los movimientos de financiación en la economía bajo los auspicios de este nuevo poder de las finanzas, es decir, de los grandes bancos de inversión, de las corredurías y de los gestores de activos, ha acrecentado el riesgo del sistema, al redistribuir los riesgos sobre la empresa, los empleados y los hogares en general. Sin embargo, este nuevo poder financiero no ha conseguido acrecentar su poder de control sobre los directivos empresariales. Sino que los ha convertido más bien en sus aliados objetivos, por el sistema de remuneración que ha introducido y por los regalos distribuidos en forma de títulos empresariales infravalorados con ocasión de inversiones en bolsa, cuyo resultado habrá sido un enriquecimiento personal fulminante de estos dirigentes.

Referencias bibliográficas

- AGLIETTA M. (1998). *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, Paris, novembre.
- AGLIETTA M. y BRETON R. (2001), «Systemes financiers, contrôle des firmes et accumulation du capital», dans *Régimes de gouvernement d'entreprise: différences nationales et stratégies d'entreprise*, bajo la responsabilidad científica de M. Aglietta, Rapport du Commissariat Général du Plan, Paris, septembre.
- ALLEN D.G. & MCDERMOTT K. (1993), *Accounting for Success. A History of Price Waterhouse in America, 1890-1990*, Harvard Business School Press, Boston, Massachussets.
- AOKI M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*. MIT Press, Cambridge, Massachussets.
- BOYER R. (2001). «La nouvelle économie au futur antérieur. Histoire, théories. géographie», *Cepremap*, Document de travail, n.º 13.
- BRENDER A. y PISANI F. (2001), *Les marchés et la croissance*, Economica, Paris.
- CHANDLER A.D. (1990), *Scale And Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap press of Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.
- CHESNAIS F. (1997), *La mondialisation du capital*, Alternatives économiques (edition augmentée). Paris.
- COFFEE J. (2002), «Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid», *Columbia Law School*, The Center for Law and Economic Studies, Working paper, n.º 207, Julio.
- DUCA J.V. (2001), «The Democratization of America's Capital Markets», *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, second quarter.
- DUMÉNIL G. et LÉVY D. (2000), *Crise et sortie de crise. Ordre et désordres néo-Ibériaux*, PUF, Paris.
- FLIGSTEIN N. & MARKOVITZ L. (1993), «Financial Reorganization of American Corporations In the 1980s », in *Sociology and the Public Agenda*, W.J. Wilson (ed.), Beverly Hills, Ca.: Sage. 1993.
- FLIGSTEIN N. & SHIN T.J. (2002) «The Shareholder Value Society: A Review of the Changes in Working Conditions and Inequality in the US 1976-2000», *Working paper; University of California, Berkeley* disponible en la dirección de internet: <http://sociology.berkeley.edu/faculty/fligstein>
- FONDEUR Y. y SAUVIAT C. (2002), *Normes d'emploi et marché du travail dans les métiers liés aux technologies de l'information*. Rapport pour la Dares, Ministère des Affaires Sociales, du Travail et de la Solidarité, Paris, septembre.
- GEISST C.R. (1997), *Wall Street. A History*. Oxford University Press, New York.
- JENSEN M.C. & MECKLING W.H. (1976), «Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, n.º 3.
- KINDLEBERGER C.P. (1989), *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, second edition.
- KRUEGER D. & PERRI F. (2002), «Does Income Inequality Lead to Consumption Inequality? Evidence and Theory», Working Paper, NBER and CEPR disponible en la dirección de internet:<http://pages.stern.nyu.edu/~fperri/research.htm>
- LAZONICK W. & O'SULLIVAN M. (2000), «Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance», *Economy and Society*, vol. 29, n.º 1, Febrero.

- LEVITT A. (2002), *Take on the Street. What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know*, (with Dwyer P.), Pantheon Books, New York.
- LORDON F. (2000), «La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale», *Fonds de pension et nouveau capitalisme*, L'année de la régulation, La Découverte, Paris.
- MCKENNA C. (1995), «The Origins of Modern Management Consulting», *Business and Economic History*, vol. 24, n.º 1, Otoño.
- MCKENNA C. (2001), «The World's Newest Profession: Management Consulting in the Twentieth Century», *Enterprise and Society*, Diciembre n.º 2.
- MONTAGNE S. (1999), «Formation du cours de bourse: les acteurs, leurs logiques, leurs interactions », la *Revue de l'Ires*, n.º 29, invierno 1998-99.
- MONTAGNE S. (2001), «De la pension governance a la corporate governance: la transmission d'un mode de gouvernement», *Revue d'Économie Financiere*, n.º 63, Paris.
- MONTAGNE S. y SAUVIAT C. (2000), *Les comportements de gestion de la main-d'œuvre de quelques grandes entreprises françaises face a la mondialisation financiere*, Rapport pour la Dares, Ministère de l'Emploi, Paris, julio.
- MONTAGNE S. y SAUVIAT C. (2001), «L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et Emploi*, n.º 87, julio.
- PLIHON D. (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Commissariat Général du Plan, La Documentation française, octobre, Paris.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- ORLÉAN A. (2002), «Le tournant cognitif en économie», *Revue d'Economie Politique*, n.º 5, septiembere-octubre.
- REICH R. (1993), *L'économie mondialisée*, Dunod, Paris.
- ROE M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners, the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- SAUVIAT C. (1995), *Les réseaux internationaux de services: le cas du conseil et de l'audit*, Rapport pour la mission d'études des secteurs des services, Ministère des Entreprises et du Développement économique, Paris.
- SAUVIAT C. (2002a), «Enron, une énorme défaillance de marché», *Chronique Internationale de l'Ires*, n.º 74, enero.
- SAUVIAT C. (2002b), «La loi Sarbanes Oxley, une réponse précipitée et partielle aux failles du système de contrôle des marchés financiers», *Chronique Internationale de l'Ires*, n.º 79, noviembre.
- SAUVIAT C. (2003), «L'audit et l'analyse financière : deux professions dans la tourmente...So what?», *Actes de la recherche en sciences sociales*.
- SCHILLER R.J. (2002), «Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion», *Financial Analysts Journal*, vol. 58, n.º 3, Mayo/Junio.
- SMITH & WALTER (1996), «Global Patterns of Mergers and Acquisition Activity in the Financial Industry», *Instead Working Paper*, n.º 96/80/EPS.
- USEEM M. (1993), *Executive Defense. Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Harvard University Press, Cambridge Mass.
- USEEM M. & HESS D. (1999), «Governance and Investments of Public Pensions», in *What Can Public Pensions Teach Us?*, Husted E. & Mitchell O. ed., University of Pennsylvania Press for the Pension Research Council, Philadelphia.

- WEISBENNER S.J. (2000), «Corporate Share Repurchases in the 1990: What Role do Stock Options Play?», *Federal Reserve Board*, Working paper, Abril.
- WELCH I. (2000), «Herding Among Security Analysts», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n.º 3.
- ZUCKERMAN E.W. (1999), «The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount», *American Journal of Sociology*, vol. 104, n.º 5, Marzo.

Lista de las siglas utilizadas

- CEO: Chief Executive Officer
ERISA: Employee Retirement Income Security Act
EVA: Economic Value Added
FASB: Financial Accounting Standards Board
FMI: Fondo Monetario Internacional
FOF: Flows Of Funds
FP: Fondos de Pensión
GATT: General Agreement On Tariffs And Trade
IRAs: Individual Retirement Accounts
MF: Mutual Funds
NYSE: New York Stock Exchange
OCDE: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
OMC: Organización Mundial del Comercio
OPA: Oferta Pública de Compra
SEC: Securities Exchange Commission
SPE: Special Purpose Entities