

ISSN: 1576-0162

LA INFLUENCIA DE LA FINANCIARIZACIÓN SOBRE EL GOBIERNO
CORPORATIVO DE LA EMPRESA: EL PAPEL DE LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES

*THE INFLUENCE OF FINANCIALIZATION ON CORPORATE GOVERNANCE: THE
ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS*

Nacho Álvarez Peralta
Universidad Complutense de Madrid
nacho.alvarez@icei.ucm.es

Bibiana Medialdea García
Universidad Complutense de Madrid
bibiana@ccee.ucm.es

Recibido: junio de 2008; aceptado: septiembre de 2009

RESUMEN

El objeto de este trabajo es analizar cómo el proceso de financiarización vivido por la economía mundial durante estas últimas tres décadas –atendiendo en particular al desarrollo y auge de los mercados financieros internacionales– ha alterado los criterios de gestión empresarial de las grandes sociedades no financieras de los países de la OCDE. Para estudiar esta influencia sobre los criterios de gestión empresarial, analizamos el papel que han adquirido los inversores institucionales, así como su creciente presencia en la estructura accionarial de las empresas. La masiva presencia de estos inversores institucionales en el capital de las empresas ha propiciado la adopción y extensión de los criterios de gestión propios del *corporate governance*, posibilitando (a través de los nuevos instrumentos de control garantizados por la liquidez de los mercados internacionales) la primacía de los objetivos financieros en el interior de estas organizaciones.

Palabras clave: Financiarización; Inversores institucionales; *Corporate Governance*.

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze how the financialization of the world economy during the last decades –in particular, the growth and expansion of international financial markets– has modified corporate governance of large non financial companies in OECD countries. To study the influence of international financial markets on corporate governance, we analyze the prominent role achieved by institutional investors, as well as their growing presence on the capital structure of large non financial companies. The massive presence of institutional investors in companies' capital structure has implied the adoption and extension of corporate governance principles. The adoption of these principles has permitted –by means of the controlling capacity exerted by liquidity– the preeminence of financial objectives within non financial companies.

Keywords: Financialization; Institutional Investors; Corporate Governance.

Clasificación JEL: G15, G2, G3.



1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas décadas, las grandes empresas no financieras de los países de la OCDE han ido modificando progresivamente sus modelos de gestión y sus estrategias. Esta modificación responde a múltiples factores, entre los que destaca el papel jugado por el proceso de financiarización de la economía mundial desde la década de los ochenta.

El objeto de este trabajo es analizar cómo el proceso de financiarización vivido por la economía mundial durante estas últimas tres décadas –atendiendo en particular al desarrollo y auge de los mercados financieros internacionales– ha alterado los criterios de gestión empresarial de las grandes sociedades no financieras de los países de la OCDE.

Para abordar dicho objeto de estudio partimos de la hipótesis de que uno de los mecanismos mediante los cuales se produce esta influencia sobre los criterios de gestión empresarial, es el inédito papel que adquieren los inversores institucionales en el nuevo contexto financiero internacional así como su creciente presencia en la estructura accionarial de las grandes empresas no financieras, introduciendo una nueva lógica en la administración de éstas.

El presente trabajo está estructurado en cuatro apartados: después de esta introducción, en el segundo de los apartados abordamos la conceptualización del proceso de financiarización de la economía mundial. En el tercer punto evaluamos la importancia creciente de los inversores institucionales en las economías de la OCDE, así como la influencia que dichos inversores ejercen en la gestión de las empresas no financieras. Por último, en el cuarto apartado, se exponen las principales conclusiones que se derivan del trabajo.

De cara a dimensionar el peso de los inversores institucionales en las principales economías de la OCDE, nos serviremos de los datos proporcionados por la base *Annual Statistics on Institutional Investors' Assets* de la OCDE. Análogamente, utilizaremos la base de datos *Amadeus* para ilustrar el tipo de propiedad accionarial que los inversores institucionales mantienen hoy día en las grandes empresas no financieras de los países desarrollados.

Desde mediados de los años noventa, una rica y abundante literatura ha analizado el denominado proceso de financiarización. Numerosos autores,

desde diversas perspectivas teóricas y metodológicas, han colaborado en ir dando forma a este difuso concepto. Algunos de estos análisis remiten a la creciente importancia que, desde comienzos de los años ochenta, han cobrado los intereses, mercados y agentes financieros en el funcionamiento de las distintas economías nacionales (Epstein, 2005). Otros autores vinculan este proceso con la modificación que ha supuesto el que en estas últimas tres décadas los beneficios se obtengan de forma prioritaria por canales financieros en lugar de por canales relacionados con la producción y comercialización de bienes y servicios (Duménil y Lévy, 2004; Krippner, 2005; Orhangazi, 2008).

En cualquier caso, los diferentes análisis de la financiarización remiten a un crisol de fenómenos que se podrían identificar, *grosso modo*, con la sobredimensión de la esfera financiera respecto a la esfera productiva (Martínez González-Tablas, 2007).

Nosotros en este trabajo vamos a tomar en consideración únicamente una determinada dimensión del proceso de financiarización: aquella que se refiere al fuerte auge vivido por los mercados financieros internacionales y, en particular, al surgimiento de nuevos agentes –los inversores institucionales– con capacidad para centralizar el capital financiero. Dejaremos de lado por tanto otras interpretaciones, como las de Krippner (2005), Stockhammer (2004) u Orhangazi (2008), para poder centrarnos en el objeto de estudio propuesto, si bien es cierto que estos análisis presentan aportaciones muy interesantes para comprender cómo el proceso de financiarización afecta a las empresas no financieras.

2. LA FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

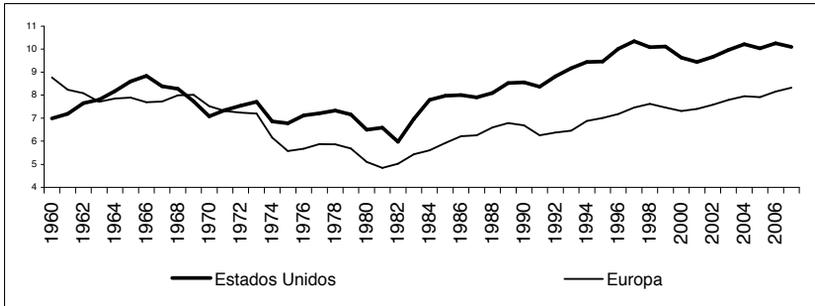
2.1. ORIGEN DEL PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN: CRISIS, LIBERALIZACIÓN Y RESURGIMIENTO DEL CAPITAL FINANCIERO

Situamos entre los motores generadores del proceso de financiarización, que seguidamente caracterizaremos, uno de importancia mayúscula: la crisis que registró la economía mundial durante los años setenta y las medidas desplegadas para revertirla.

El intenso proceso de acumulación vivido por la economía mundial durante el periodo posbélico comenzará a desinflarse a finales de los años sesenta (Palazuelos, 1990:11-14). Antes del primer “shock petrolero” en 1973, el estancamiento, la inflación y el desempleo ya se habían mostrado conjuntamente en 1967-69. Así, esta crisis no se limitaba a un episodio pasajero, sino que se trata de un fenómeno estructural y duradero que llega hasta nuestros días (Vidal Villa y Martínez Peinado, 2000:381-392).

Tal y como señalan numerosos autores¹, es en la caída de la rentabilidad empresarial y en las consecuencias que ello tuvo sobre los ingresos del capital, donde hay que buscar las razones fundamentales para explicar tanto la crisis como las transformaciones que de ella se derivarán. Esta caída de la rentabilidad empresarial se registra nitidamente a partir de 1967-68 tanto para Europa como para EE.UU., como se puede apreciar en el Gráfico 1.

GRÁFICO 1: TASA DE BENEFICIO, EUROPA Y EEUU (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AMECO.

Nota: La tasa de beneficio se define aquí como el cociente entre el Excedente Neto de Explotación y el Stock de Capital Neto. La tasa de beneficio de Europa es la media aritmética de las tasas de beneficio de Francia, Alemania y Reino Unido.

Durante los primeros años de la crisis (1973-77) los ingresos del capital descendieron rápidamente tanto en EE.UU. como en Europa (Duménil y Levy, 2004:14). Los beneficios empresariales eran bajos, y su distribución a los accionistas en forma de dividendos se redujo, al tiempo que la inflación hacía menguar el valor de los préstamos y demás inversiones financieras, situando los tipos de interés reales en valores negativos. La reducción que ello supuso en términos de ingresos para el capital durante los años setenta, junto con la incapacidad de las políticas keynesianas para revertir esta situación, terminó precipitando el giro neoliberal de los años ochenta.

Los poderes industriales y financieros presionaron a los diferentes gobiernos de la OCDE para propiciar un cambio en la política económica, así como una reestructuración a gran escala de la dinámica económica y de las instituciones (Plihon, 2004: 22). Será a partir de 1979-80, con la llamada “revolución conservadora” impulsada por el presidente norteamericano Ronald Reagan, la

¹ Para un análisis más detallado de esta cuestión pueden consultarse las siguientes referencias: Marglin, S. y Shor, J.B. (eds.) (1991): *The Golden Age of Capitalism* Clarendon, Oxford; Shaikh, A. (2000): “La onda larga de la economía mundial en la segunda mitad del siglo XX”, en Guerrero, D. y Arriola, J. (eds.) (2002): *Nueva Economía Política de la Globalización*, Bilbao; Ediciones de la Universidad del País Vasco; Setterfield, M. (1997): *Rapid Growth and Relative Decline*, Macmillan Press, Londres.

primera ministra británica Margaret Thatcher y el canciller alemán Helmut Kohl, cuando este giro neoliberal se haga efectivo. En 1979 Paul Volcker desencadenó lo que algunos autores han denominado el “golpe de los tipos de interés” (Dumenil y Levy, 2004:14), incrementando fuertemente los tipos nominales en un intento por frenar la inflación. A partir de esa primera actuación, se irán desarrollando un conjunto de medidas con la intención de revertir la crisis.

Este conjunto de medidas, que Hufschmid caracteriza como *contrarreformas neoliberales*², tendrán como finalidad fundamental el invertir la tendencia de la rentabilidad anteriormente descrita, en un intento por superar las contradicciones propias en las que había encallado la economía mundial desde principios de los años setenta. Para ello, las políticas aplicadas se encaminan a recomponer unas condiciones que permitan la valorización del capital, procediéndose a una generalizada privatización, desreglamentación, liberalización y apertura externa de las principales economías de los países desarrollados (Arrizabalo, 1997:83-109; Hufschmid, 2002:258; Plihon, 2004:23-24). Tal y como señalan Onaran (2005:4) o Boyer (1998:36), estas contrarreformas neoliberales —que se traducirán en última instancia en un ataque contra las conquistas históricas del trabajo— no responden a determinismo económico alguno (más allá de la necesidad material de revertir la crisis), sino que fueron una opción de política económica tomada por los diferentes gobiernos de la OCDE debido a la desigual organización institucional y a la desigual capacidad de presión de capital y trabajo en ese contexto histórico.

La forma concreta que toma esta ofensiva del capital resulta de crucial importancia para nuestro objeto de estudio, en la medida en que va a determinar el surgimiento de un nuevo contexto financiero internacional. En efecto, del conjunto de medidas desarrolladas durante este periodo, hay una que va a ser clave para nuestro análisis: la liberalización y desreglamentación de los mercados financieros internacionales. Partiendo de la clasificación que hace Chesnais (2004:18-24 y 1999:32-41), podemos identificar tres grandes olas desreguladoras a lo largo de las últimas décadas:

- Durante el final de los años sesenta y la década de los setenta, se produjo ya una primera fase de liberalización financiera, que reforzó el proceso de “internacionalización financiera indirecta” de sistemas nacionales aún compartimentados. Durante este periodo se produce la desintegración y liquidación del sistema de Bretón-Woods (1971), y la consiguiente apuesta de la administración Nixon por un sistema internacional de cambios flexibles (1973) que garantizase la financiación de su creciente déficit comercial. Al auge de los mercados cambiarios

² Nos serviremos en este trabajo de la denominación que Hufschmid le da a lo que generalmente se conoce como “reformas estructurales” o como “políticas neoliberales”. El sentido de caracterizarlo como contrarreformas neoliberales radica en la necesidad de mostrar que la ofensiva del capital es precisamente contra aquellas reformas conquistadas por el trabajo al finalizar la II Guerra Mundial (pleno empleo, salarios crecientes, empleos estables, seguridad social, pensiones públicas, servicios sociales públicos, etc.). Véase Hufschmid (2002:258).

le acompañará la evolución de EE.UU. y el Reino Unido hacia las finanzas de mercado, liberalizándose el mercado norteamericano de títulos de créditos (obligaciones negociables) y decretándose el fin de la reglamentación del crédito en el Reino Unido (1971). Durante este periodo se forma además el mercado de eurodólares, experimentando éste una rápida expansión durante la década de los setenta, al igual que el reciclaje de los petrodólares y el desarrollo de los préstamos bancarios sindicados.

- En una segunda ola liberalizadora, la correspondiente a los años ochenta, se produce el paso simultáneo de las distintas economías de la OCDE a las finanzas de mercado y a la interconexión de sus sistemas financieros nacionales. Es el inicio propiamente del periodo neoliberal, caracterizado por la liberalización tanto de los movimientos de capitales como de los tipos de interés. Durante este periodo, el Estado interviene activamente a favor de las finanzas no sólo eliminando el “corsé keynesiano” y liberalizando estos movimientos, sino también colaborando intensamente en el desarrollo de nuevos mercados, como es el caso de los mercados internacionales de deuda pública que los diferentes gobiernos titularizan³. Así, la década de los ochenta resulta clave para explicar el proceso de resurgimiento y apuntalamiento del nuevo poder del capital financiero, en la medida en que se sucedieron numerosas medidas a favor de las finanzas: a la fuerte subida de tipos de 1979 (con la consiguiente transferencia de rentas que posteriormente se abordará), se le sumaron la apertura de nuevos espacios de valorización (bien mediante la liberalización de mercados anteriormente regulados, como los de crédito bancario, o bien mediante la creación y desarrollo de otros nuevos, como los de deuda pública). Durante esta década se va a desarrollar en definitiva el paso de un régimen financiero de endeudamiento administrado a unas finanzas de mercado ampliamente liberalizadas.
- Finalmente, una tercera ola liberalizadora se puede situar en la década de los noventa, con la desregulación internacional generalizada de los mercados de acciones. Durante esta década se produce además la explosión de los mercados cambiarios y de los productos derivados, la aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones y la extensión fuera de la zona OCDE del régimen de finanzas de mercado desintermediadas y de titularización de la deuda pública. La interconexión entre las diferentes economías nacionales se profundiza, la extensión del arbitraje se generaliza y se incorporan los denominados

³ Para una explicación más detallada de por qué el proceso de titularización de la deuda pública ha sido uno de los principales motores de la mundialización financiera, véase Plihon (1999): “Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales. Algunas referencias keynesianas”, en Chesnais (1999).

“mercados emergentes” a los destinos principales de los movimientos de capitales.

Este generalizado proceso de liberalización financiera acontecido en la economía mundial durante los años setenta y, sobre todo, ochenta y noventa, ha impulsado –junto con la titularización de la deuda pública y la necesidad de financiar los enormes déficit fiscales y de balanza de pagos norteamericanos– el desarrollo de los mercados financieros internacionales y el secular proceso de internacionalización y mundialización del capital financiero (Brenner, 2004: 71-73; Chesnais, 2004: 25-28). Así, liberalización, mundialización financiera y financiarización son tres procesos que han ido de la mano y se han reforzado mutuamente.

2.2. EL PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN: TRANSFORMACIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

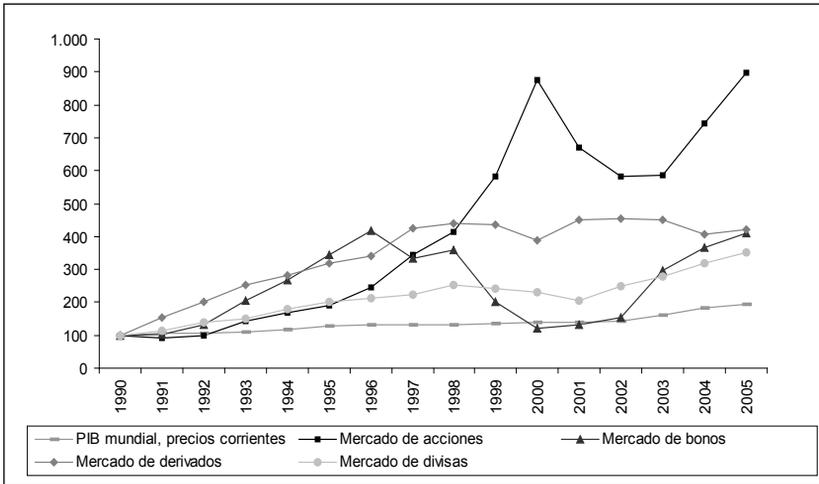
Como ya explicamos en la introducción, la vertiente de la financiarización que tomamos en consideración en este trabajo es aquella relacionada con la liberalización, extensión, profundización y mutación de los mercados financieros internacionales.

La espectacular eclosión de los mercados financieros internacionales desde finales de los años setenta ha determinado el surgimiento de un nuevo contexto financiero mundial, formado por un conjunto de sistemas financieros nacionales totalmente interconectados y fuertemente jerarquizados entre sí (Cartapanis, 2004: 35-36). Este nuevo contexto va a jugar un rol particularmente importante a la hora de determinar el comportamiento económico de las empresas, hogares y estados, hasta el punto que son muchos los autores que caracterizan la situación de la economía mundial actual con el apellido de las finanzas. Desde que Aglietta (1998) denominase como “capitalismo patrimonial” al nuevo esquema de funcionamiento macroeconómico inaugurado a comienzos de los años ochenta, otros autores se han incorporado al debate promovido por la Escuela de la Regulación. Así, con matices muy distintos en cada caso, este nuevo esquema de funcionamiento macroeconómico ha sido caracterizado como “régimen de crecimiento dirigido por las finanzas” (Boyer, 2000), “economía mundial financiarizada” (Epstein, 2005), “régimen de acumulación financiarizado” (Chesnais, 2003), “capitalismo accionario” (Plihon, 2004) o “capitalismo financiero” (Batsch, 2002a), término este último al que se sumará el propio Aglietta a partir de 2004 (Aglietta y Reberioux, 2004). En definitiva, todos estos trabajos evidencian, a pesar de sus distintos puntos de vista y sus diferentes marcos teóricos, el papel preponderante que las finanzas han pasado a jugar en la determinación del comportamiento de los agentes y de las principales variables macroeconómicas de los países desarrollados.

Este nuevo contexto financiero internacional surgido de las políticas liberalizadoras de los años ochenta y noventa presenta, entre otras, las siguientes características (Correa y Girón, 2004:24-27; Medialdea, 2003:28-32; De Boissieu, 2004:6-9; Palazuelos, 1998):

- Desde finales de los años setenta, los mercados financieros internacionales han experimentado un espectacular crecimiento, presentando cifras verdaderamente colosales. Si bien es cierto que la supresión del “corsé keynesiano” de las finanzas ha devuelto a éstas a una situación similar –al menos en el plano cualitativo– a la de comienzos del siglo XX (Bordo *et al.*, 1999), la ingente magnitud que han alcanzado estos mercados no tiene precedentes. El Gráfico 2 permite ver el crecimiento de los mercados financieros internacionales desde 1990 hasta 2005. Tal y como podemos observar en dicho gráfico, mientras que el PIB mundial a precios corrientes se ha duplicado durante este periodo, el volumen de transacciones de los mercados de divisas se ha multiplicado por 3,5, el de deuda pública y el de derivados por 4, y el de acciones por 9.

GRÁFICO 2: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE TRANSACCIONES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES, 1990-2006 (ÍNDICE 100. AÑO BASE 1990)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BIS, World Federation of Exchanges, FMI (*Global Financial Stability Report 2007*), FMI (*World Economic Outlook Database*, September 2007).

- La acumulación de activos financieros presenta un carácter ficticio. El crecimiento de la liquidez internacional a lo largo de los años ochenta y noventa ha sido tal que los flujos de los mercados financieros desbordan el valor de las variables económicas fundamentales (expresión de la riqueza real producida), como puedan ser el PIB, la inversión empresarial, el comercio internacional o el nivel de reservas mundiales. El exponencial crecimiento del mercado de divisas es un ejemplo paradigmático de este colosalismo financiero: si a finales de los años setenta el volumen de transacciones diarias en dicho

mercado alcanzó un valor equivalente a 75.000 millones de dólares, en 1989 ya era de 600.000 millones de dólares, para pasar a ser de 1,2 billones de dólares diarios en 1995 y de 1,8 billones en 2004. En este último año el valor de las divisas negociadas en un solo día era muy superior al valor diario de las principales variables de la economía real (15 veces superior al PIB mundial, 60 veces superior al comercio mundial y 800 veces por encima de la inversión extranjera directa internacional), habiéndose incrementado además esta divergencia con respecto a 1990.

La acumulación de activos financieros en la dinámica capitalista –tal y como señalaron tanto Marx como Keynes– descansa sobre el carácter fuertemente ficticio de dichos activos (Brunhoff, 2006: 25-35), como se pone de manifiesto cuando los cambios de coyuntura económica hacen que sea imposible reconocer todas las deudas contraídas por los inversores financieros con la economía real (tal y como ha sucedido de nuevo desde el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en 2008). Así, el proceso de financiarización ha acentuado la tendencia intrínseca del capitalismo, ya detectada en su momento por Minsky (1984 y 1986), a que los agentes económicos adopten posiciones de creciente fragilidad financiera –por medio, por ejemplo, de la expansión del crédito– en las fases estables o expansivas del ciclo económico.

Sin embargo, un fenómeno particularmente relevante de la economía mundial actual es que esta acumulación de activos financieros no va a resultar “neutra” para el desarrollo de la actividad empresarial, sino que, a pesar del componente fuertemente ficticio que puede presentar en ocasiones, va a influir notablemente sobre la actividad real. Esta importante influencia de la esfera de las finanzas sobre la esfera productiva –característica de la economía mundial actual– es la que permite acuñar precisamente, como ya hemos mencionado, el propio concepto de *financiarización* económica, entendida ésta como primacía de las relaciones financieras en la dinámica de funcionamiento macroeconómico y en las prioridades de los agentes, empresas, hogares y administraciones públicas, así como el poder de los inversores financieros en el interior de las organizaciones productivas⁴.

- Apertura financiera de las distintas economías nacionales. Esta apertura financiera de las distintas economías nacionales ha permitido –a través de las distintas fases de liberalización financiera vistas anteriormente– la desconexión entre ahorro e inversión nacional y ha favorecido los

⁴ Para un análisis más profundo de este concepto véase Krippner (2007:181-205), Orhangazi (2007:99-135), Duménil y Lévy (2004:110-118), Palazuelos (1998:205-207), Riberoix (2003:26-27), Stockhammer (2004:724-28) y Martínez González-Tablas (2007:269-345).

movimientos transfronterizos. De este modo, se ha conformado un mercado financiero mundial en el que los procesos de transacción y valorización se llevan a cabo a escala global, en el marco de sistemas financieros nacionales totalmente interconectados y fuertemente jerarquizados.

- Transformación de los sistemas bancarios nacionales. Estos sistemas han sufrido profundas transformaciones en los diversos países de la OCDE a lo largo de las últimas décadas: así, paralela a la privatización de los flujos financieros nacionales e internacionales, y a la notable disminución del endeudamiento público a escala internacional, se ha producido la privatización de los sectores bancarios de los países de la OCDE. Además, se ha dado un importante proceso de desintermediación financiera, según el cual la banca tradicional ha perdido peso y cuota de mercado en beneficio de relaciones financieras caracterizadas por una menor presencia de los intermediarios. En cuanto a la propia actividad bancaria, se ha producido un cambio desde fondos bancarios hacia pasivos con remuneración (procedentes principalmente de mercados monetarios), hacia el crecimiento de la titularización del crédito, así como hacia el enorme incremento de las operaciones fuera de balance de los bancos. Ello ha modificado la estructura de ingresos de los bancos, haciéndola pivotar desde márgenes hacia comisiones. Se ha producido igualmente una tendencia a la eliminación de las fronteras que tradicionalmente habían separado a la banca de depósito y a la banca de inversión, fortaleciéndose la actividad en los mercados de dinero y capitales y debilitándose el crédito bancario. Por último, destaca la creciente debilidad de los sistemas de regulación y supervisión financiera, fruto de los rápidos procesos de apertura externa, desregulación y liberalización de los diferentes mercados nacionales e internacionales.
- Aumento de las imperfecciones de los mercados financieros, debidas fundamentalmente a asimetrías en la información. Estas asimetrías en la información entre acreedores y deudores contribuyen a explicar la existencia de problemas de contagio, comportamientos de rebaño entre los inversores financieros, equilibrios múltiples, así como una serie de incertidumbres para la estabilidad de los mercados financieros internacionales (selección adversa, riesgo moral, existencia de usuarios gratuitos...) (Mishkin, 2001; Olivé, 2001). Así, estas asimetrías, aunque no determinan en exclusividad los fenómenos de inestabilidad financiera como plantean algunos autores, sí complementan la explicación sobre la existencia de ciclos de abundancia y escasez de liquidez internacional y, con ello, el por qué y el cuándo del shock inicial (por ejemplo, una retirada de capitales), que determina que una situación de inestabilidad financiera estructural desate finalmente o no una crisis.

La configuración del nuevo contexto financiero internacional que acabamos de caracterizar introduce importantes novedades en el funcionamiento

económico general que repercuten directamente sobre la toma de decisiones empresariales. En particular destacan tres⁵:

- En primer lugar, la política económica se subordina a garantizar los rendimientos financieros de los mercados internacionales de capitales, siendo prácticamente inexistente el margen para la aplicación de políticas autónomas anticíclicas. En concreto, el nuevo contexto financiero internacional se apoya en un cambio en la orientación de la política monetaria, cuyo nuevo objetivo es ofrecer garantías a los acreedores mediante niveles de inflación estables y reducidos, y tipos de interés reales elevados⁶ (particularmente durante los años ochenta).
- En segundo lugar, la naturaleza de la financiación captada por empresas, hogares y administraciones públicas pasa a ser altamente líquida y basada en la lógica de obtención de rendimientos a corto plazo. Esta naturaleza altamente líquida contribuye a un elevadísimo grado de volatilidad de la financiación captada por los distintos agentes. Esto se hace particularmente patente en el capital extranjero que penetra a las distintas economías nacionales, que presenta un patrón de comportamiento muy volátil, protagonizando episodios de abruptas entradas y salidas y deshaciendo posiciones con gran rapidez. Dichas entradas y salidas abruptas provocan crecientes convulsiones internacionales, multiplicando las crisis financieras, cambiarias y bancarias, así como los efectos de contagio a escala internacional.
- Finalmente, una de las consecuencias más importantes que este nuevo contexto financiero internacional ha tenido sobre el funcionamiento económico, es el surgimiento de un nuevo modelo de gestión empresarial que ha modificado las estrategias de las sociedades. Al análisis de este punto consagraremos el siguiente apartado.

3. EFECTOS DE LA FINANCIARIZACIÓN SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA EMPRESA: EL PAPEL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

3.1. SURGIMIENTO Y AUGE DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Una característica del nuevo contexto financiero internacional, además de las que acabamos de señalar anteriormente, que va a resultar fundamental para nuestro objeto de estudio y que merece por tanto la pena analizar detenidamente, es el surgimiento de un nuevo tipo de agentes financieros a escala mundial: los inversores institucionales. Estos inversores están formados fundamentalmente por tres categorías de agentes: fondos de pensiones,

⁵ Para un análisis más detallado de los efectos globales desencadenados por el proceso de financiarización internacional véase el trabajo de Martínez González-Tablas (2007: 323-345).

⁶ Orlean (1999) se refiere a este nuevo contexto, en el que la política económica privilegia los intereses de accionistas y prestamistas frente al capital productivo, como la "dictadura de los acreedores".

fondos de inversión y compañías de seguros, con desigual implantación de cada uno de ellos según el país que consideremos.

El formidable desarrollo de las diferentes categorías de inversores institucionales se ha visto favorecido por numerosos factores (Aglietta, 1998; Plihon y Ponsard, 2002:17; Jeffers y Plihon, 2001:10-11), de entre los que se pueden destacar no sólo la desreglamentación internacional, sino también los procesos de titularización de los déficit públicos de los países de la OCDE, el pivotar de empresas y bancos hacia financiación mediante fondos propios, los programas de privatización en Europa, el aumento del precio de los activos y el “efecto llamada” que ello ha tenido sobre los ahorradores, la favorable fiscalidad del ahorro institucional, y la notable incertidumbre sobre la financiación de las pensiones en un contexto de privatización progresiva de los sistemas de reparto. Todos estos factores han permitido que estos inversores sean capaces de reorganizar a escala mundial el ahorro y las pensiones de los hogares, transformándolos en capital con capacidad de valorizarse en la esfera financiera (Jacot y Le Duigou, 2001:17-37), e imponer nuevos criterios de gestión en las empresas.

La importancia creciente del papel que juegan estos inversores institucionales en la economía mundial radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan: más de 43 billones de dólares en 2004 (ver Cuadro 2), lo que supone gestionar activos muy por encima en ocasiones del propio PIB de los países, tal y como podemos ver en el cuadro 1 (en 2004 los inversores institucionales norteamericanos eran propietarios de activos financieros por valor del 183% del PIB de su país, del 209% en el caso de los inversores del Reino Unido, y del 150% en el caso de Francia).

CUADRO 1: ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES (% DEL PIB).

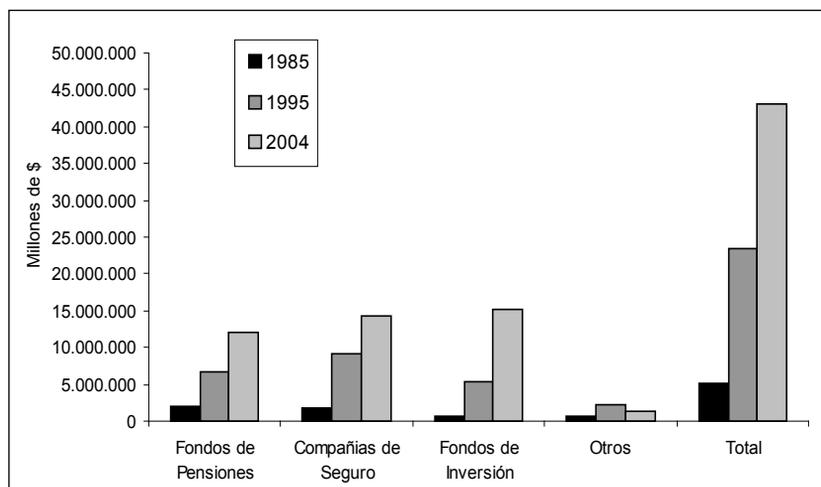
PAIS	1981	1985	1990	1995	2000	2001	2004
EE.UU.	70,5	93,7	114,2	153,0	199,9	191,1	182,9
Japon			116,5	151,8	132,2	107,5	146,9
Reino Unido	48,8	68,8	118,7	157,3	200,2	171,6	209,3
Francia	10,7	22,6	63,3	98,6	110,3	102,2	156,4
Alemania	18,7	21,0	41,8	61,7	71,7	68,2	86,8
Holanda	77,9	83,9	141,2	191,3	177,5	154,5	215,1
Canadá	35,4	38,8	63,2	76,1	93,9	88,6	112,6
Italia			14,8	30,3	73,4	67,7	93,4
Total OCDE	34,4	44,1	83,0	113,5	138,4	128,3	137,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD*.

Las tasas de crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales han sido especialmente elevadas durante las últimas décadas, en particular durante los años noventa. No obstante, dicho crecimiento no ha

evolucionado paralelamente. Mientras que durante los años noventa los activos financieros detentados por las compañías de seguros crecieron a una tasa media anual del 9,5%, y los de los fondos de pensiones lo hacían al 10,9%, los fondos de inversión experimentaron una progresión del 18,0% anual. Así, en 2004 –tal y como se puede observar en el Gráfico 3– los fondos de inversión se habían consolidado ya como los inversores institucionales que más activos detentaban a escala mundial (15 mil millones de dólares), por encima de las compañías de seguro (14,5 mil millones) y de los fondos de pensiones (12 mil millones).

GRÁFICO 3: ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES (MILLONES DE DÓLARES USA).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets*. *Statistical Compendium OECD*.

3.2. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LA NUEVA GESTIÓN EMPRESARIAL: EL CORPORATE GOVERNANCE

En el Cuadro 2 podemos observar la clara posición hegemónica que detentan los inversores institucionales norteamericanos, fruto del proceso de concentración de capitales a escala mundial así como del carácter privado del sistema de pensiones estadounidense. Estos inversores institucionales surgidos del proceso de desreglamentación de las finanzas internacionales operan en los mercados financieros internacionales con tres objetivos (Batsch, 2002a y 2002b): obtener la mayor rentabilidad viable, mantener el mayor grado de liquidez posible de sus activos y diversificar el riesgo de sus inversiones tanto sectorial como geográficamente. Esta sencilla regla de actuación de los gestores de fondos de inversión, de pensiones, y de compañías de seguros,

ha llevado a estos inversores –de carácter marcadamente anglosajón– a una notable expansión por las diferentes plazas financieras internacionales, por los distintos mercados de activos y por los distintos sectores de actividad.

CUADRO 2: LOS INVERSORES INSTITUCIONALES, SITUACIÓN EN 2004.

	Compañías de seguros	Fondos de pensiones	Fondos inversión	Otros		
PAIS	Reparto de portafolios de activos financieros (en %)					Total en Millones \$
EE.UU.	36,9	66,1	51,1	19,2	49,5	21.364.353,8
JAPON	14,6	7,4	15,4	16,8	12,9	5.563.341,2
U.K.	13,4	11,6	4,0	-	9,1	3.936.639,8
FRANCIA	10,2	-	9,2	-	6,7	2.874.042,4
ALEMANIA	6,5	-	7,3	-	4,7	2.047.826,4
HOLANDA	2,5	5,2	0,6	0,8	2,5	1.091.689,0
CANADÁ	2,2	3,8	2,3	-	2,6	1.129.236,4
ITALIA	3,4	0,2	2,9	43,6	3,5	1.504.509,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	-	100,0	43.182.351,6
Total, Millones \$	14.360.641,1	12.148.990,0	15.254.449,0	1.279.883,0		
Total, en %	33,3	28,1	35,3	3,0	100,0	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD*.

Así, la presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas de todo el mundo se ha impuesto como una realidad contemporánea que, a pesar de que se materializa muy desigualmente según los países, condiciona la actividad y prioridades de dichas empresas. Tal y como podemos ver en el Cuadro 3, la composición de cartera de los inversores institucionales se ha ido modificando en los países de la OCDE hacia un menor peso de los préstamos y de los bonos, y hacia una progresiva preponderancia de las acciones. Además, en el Cuadro 4 podemos observar la tendencia que han experimentado algunos países de la OCDE hacia una mayor participación de los inversores institucionales en la estructura de propiedad de las empresas cotizadas.

La masiva presencia de estos nuevos inversores en el capital de las principales empresas no financieras de los países de la OCDE ha dado lugar a una profunda alteración del marco general en el que se desarrolla la gestión empresarial. Se ha producido con ello el surgimiento y aplicación de un nuevo conjunto de criterios de gestión propios de lo que se ha dado en llamar *corporate governance*⁷. Estos nuevos criterios responden al paso de un modelo

⁷ Esta expresión anglosajona es utilizada por la literatura especializada para referirse al tipo de gestión empresarial derivada de la soberanía accionarial. Véase en este sentido Pérez (2003), así como Rodríguez Fernández (2003).

de gestión empresarial de tipo “*managerial*” o “*stakeholder*”, basado en el control interno de la empresa por parte del consejo de administración y los directivos, a uno de tipo “*shareholder*”, basado en el control externo ejercido por los mercados financieros liberalizados (Jeffers y Plihon, 2001:16).

CUADRO 3: COMPOSICIÓN DE CARTERA DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES POR PAÍS. DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL EN CADA PAÍS.

PAIS	Bonos		Acciones		Préstamos		Otros	
	1992	2000	1992	2000	1992	2000	1992	2000
EE.UU.	45	33	30	48	13	9	12	10
Japon	37	55	22	17	29	17	12	3
Reino Unido*	14	14	68	68	1	1	16	17
Francia	66	46	19	44	8	2	8	8
Alemania	42	40	10	28	42	27	4	5
Italia	77	48	9	23	1	0,1	13	28
Canadá	48	42	21	26	15	6	15	26

* Datos de 1999

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.*

Algunos autores analizan esta cuestión considerando que los nuevos inversores institucionales que gestionan una cartera de activos financieros diversificados, no tienen necesariamente los mismos intereses y objetivos que tradicionalmente tenían los accionistas de referencia de las empresas (Jeffers y Plihon, 2001). Desde nuestro punto de vista, el hincapié no debe hacerse tanto en la posible divergencia de objetivos entre ambos modelos de gestión empresarial –que en última instancia no buscan más que la valorización de un capital inicial invertido–, cuanto en los nuevos instrumentos con los que en este momento cuentan los accionistas para garantizar que dicha valorización se desarrolle en las mejores condiciones posibles.

En este sentido, y tal y como señala Orléan en *Le Pouvoir de la Finance* (1999) “la liquidez expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas” (Orléan, 1999:49). El papel que juega la gran liquidez de los mercados financieros internacionales –uno de los rasgos esenciales de estos mercados, tal y como se vio anteriormente–, es crucial a la hora de analizar los vínculos teóricos entre el proceso de financiarización y los recientes cambios en los criterios de gestión empresarial. La liquidez de los mercados internacionales de capitales –fruto de los procesos de liberalización e internacionalización financiera– otorga un inmenso poder a los inversores institucionales en la medida en que les permite deshacer posiciones instantáneamente y castigar a aquellas empresas que no cumplan con los criterios de rentabilidad y gestión establecidos por dichos mercados, arriesgándose así éstas a fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles,

OPAs hostiles, etc. Se constata con ello, hasta cierto punto, la contradicción planteada por Aglietta (2004) de que cuanto más líquidos son los mercados financieros, más alejan a los accionistas de las empresas en lugar de favorecer su control directo, potenciándose las estrategias de abandono del capital de una empresa lo más rápido posible y sin perder valor (Reberieux, 2003:26).

CUADRO 4: PROPIEDAD ACCIONARIAL EN EEUU, REINO UNIDO Y FRANCIA, 1950-2003 (%).

REINO UNIDO	1957	1963	1975	1981	1990	1994	2001	2003
Hogares (propiedad directa)	65,8	54	37,5	28,2	20,3	20,3	14,8	14,9
Fondos de pensiones	3,4	6,4	16,8	26,7	31,6	27,8	16,6	15,6
Compañías de seguros	8,8	10	15,9	20,5	20,4	21,9	20	17,3
Fondos de inversiones	5,7	12,6	14,6	9	7,7	8,8	4	4,3
Otras instituciones financieras					0,7	1,3	9,9	11,1
Sector exterior	7	5,6	3,6	11,8	16,3	20	31,9	32,3
Bancos		1,3	0,7	0,3	0,7	0,4	1,3	2,2
Otros	10,9	8,7	8,9	10,3	607	3,2	2	1,9
ESTADOS UNIDOS	1950		1970		1990	1995	2000	2003
Hogares (propiedad directa)	90,2		68		51	47,4	42,1	36,7
Fondos de pensiones	0,8		9,2		24,4	25,9	20,1	21,4
Compañías de seguros	3,3		3,3		4,6	5,1	6,4	7,8
Fondos de inversiones	2		4,7		6,6	11,7	18,3	18,3
Sector exterior	2		3,2		6,9	6	9,2	10,9
Bancos	0		10,4		5,4	2,6	2	2,1
Otros	0,6		0,6		0,7	0,9	1,7	2,6
FRANCIA					1997	2001		
Hogares					10,4	7,9		
Estado					2,9	3,9		
Sociedades no financieras francesas					8	7,6		
Sociedades financieras francesas (banca)					14,9	3,5		
Inversores institucionales franceses					6,9	9,2		
Inversores institucionales extranjeros					9,3	15,6		

* Propiedad accionarial de las empresas cotizadas en el NYSE, LSE y CAC-40.

Fuente: Froud et ál. (2006) y Morin (2002).

Este control externo encuentra su instrumento de apoyo privilegiado en el papel que juegan los mercados bursátiles secundarios. La capacidad que tienen hoy día estos mercados de actuar como lo que Coutrot (1998:22-226) ha denominado “dispositivo cognitivo colectivo” (para directivos, inversores financieros, etc.), es inmensa. Estos mercados han desarrollado la capacidad de comportarse como sistemas de validación públicos (Aglietta, 2000:148-150), identificando los objetivos financieros que debe cumplir la empresa,

estableciendo la norma de rentabilidad y demás convenciones sobre la gestión empresarial, y haciendo visible a todos los agentes en tiempo real el grado de cumplimiento de dichos objetivos.

Este control externo de la empresa se ve reforzado además por un segundo punto de apoyo, crucial para entender el denominado “poder de las finanzas”: la nueva estructura de propiedad a la que da lugar la búsqueda de diversificación del riesgo y de plena liquidez de los inversores institucionales. Tal y como han planteado autores como Roe (2001 y 1995), Morin y Rigamonti (2002), o Farnetti (1999), las políticas accionariales de los inversores institucionales anglosajones han determinado la formación de una nueva estructura de propiedad del capital, caracterizada ésta por una gran dilución de las participaciones detentadas por estos inversores. Así, los inversores institucionales apenas sobrepasan participaciones de más del 1-2% del capital de una determinada empresa (tal y como podemos observar en el Cuadro 5), puesto que esta forma de control garantiza la diversificación del riesgo y la liquidez de sus propiedades, en la medida en que el inversor puede desprenderse inmediatamente de ellas mientras el resto de su cartera de negocio sigue distribuida de manera “ideal”, garantizándose de esta forma la estabilidad de los rendimientos financieros del conjunto de sus activos. No obstante, a pesar de que cada uno de dichos fondos tomados individualmente presenta participaciones muy pequeñas, los inversores institucionales mantienen, en conjunto, grandes participaciones en el seno de las principales empresas de las economías desarrolladas⁸.

A partir de este control externo de la empresa, el objetivo de los inversores institucionales es doble: por un lado reducir al máximo las tradicionales asimetrías de información destacadas por la Teoría de la Agencia, que benefician a los directivos internos de la empresa y, en segundo lugar y subordinando al anterior objetivo, que la dirección de la empresa encamine todas sus acciones a la maximización del valor accionarial del capital invertido. El interés último de los accionistas reside en el rendimiento financiero de sus títulos, tanto en forma de dividendos como en forma de plusvalías bursátiles; la empresa es considerada por lo tanto como un activo que debe maximizar su valor bursátil por encima de cualquier otro objetivo (Plihon, 2004:66-67).

En sentido estricto, la idea de la creación de valor para el accionista no es más que la formalización teórica de una vieja concepción empresarial según la cual los capitales propios de los accionistas, como todo factor de producción, tienen un coste de oportunidad, que es igual en este caso a la remuneración que podría ser obtenida en una inversión alternativa con un nivel de riesgo comparable (Batsch, 2002a: 74-75). Así, toda inversión empresarial requerirá este suelo mínimo de rentabilidad sin el cual no puede desarrollarse. Cuando la empresa consigue igualar la tasa “normal” de rentabilidad de su sector de

⁸ Es lo que podríamos denominar “efecto piraña”: ninguno de los inversores institucionales por sí mismo tiene fuerza suficiente para alterar la política empresarial, pero la acción sumada de todos ellos resulta determinante. Para un análisis más detallado en este sentido véase Álvarez (2007:48-49).

actividad, decimos que ésta conserva su valor; si la rentabilidad empresarial cae por debajo de dicha tasa, la empresa destruirá valor, y si lo supera, la empresa crea valor neto para el accionista. Los mercados internacionales de capitales imponen de forma generalizada a las empresas objetivos de maximización del valor accionarial creado, de forma que las empresas traten de “batir el mercado” y convertirse en empresas líderes dentro de sus respectivos sectores.

CUADRO 5: PESO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA PROPIEDAD ACCIONARIAL DE LAS GRANDES EMPRESAS, 2009.

Empresa / Inversor	País	Sector / Tipo de inversor	Inversores institucionales más significativos (%)	Total inversores institucionales (%)
Unilever	Reino Unido	Comida, hogar, cuidado personal		53,71
JANUS CAPITAL GROUP, INC.	US	Private equity firm	0.32	
POWER FINANCIAL CORP	CA	Private equity firm	0.16	
LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT	GB	Fondo de inversión o pensiones	3.62	
MANNING & NAPIER ADVISORS, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	1.28	
F&C ASSET MANAGEMENT PLC	GB	Fondo de inversión o pensiones	0.71	
MAJEDIE INVESTMENTS PLC	GB	Fondo de inversión o pensiones	0.65	
INVESSCO LTD	US	Fondo de inversión o pensiones	0.43	
MERCATOR ASSET MANAGEMENT LP	US	Fondo de inversión o pensiones	0.39	
PRUDENTIAL PLC	GB	Compañía de seguros	3.50	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	1.24	
LINCOLN NATIONAL CORPORATION	US	Compañía de seguros	1.14	
AEGON NV	NL	Compañía de seguros	0.61	
Total	Francia	Hydrocarburos		26,2
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	1.43	
SUN LIFE FINANCIAL INC	CA	Compañía de seguros	1.06	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0.6	
GENERALI ASSICURAZIONI SPA	IT	Compañía de seguros	0.38	
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0.34	
ALECTA PENSIOENSFORSAKRING OMSDESIDGT	SE	Compañía de seguros	0.3	
CAPITAL GROUP COMPANIES INC, THE	US	Fondo de inversión o pensiones	1.97	
VANGUARD GROUP, INC. THE	US	Fondo de inversión o pensiones	0.43	
BLACKROCK, INC.	US	Private equity firm	0.55	
POWER FINANCIAL CORP	CA	Private equity firm	0.33	
Volkswagen	Alemania	Automoción		8,27
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0.62	
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0.44	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0.16	
VANGUARD GROUP, INC. THE	US	Fondo de inversión o pensiones	0.22	
NATIXIS	FR	Fondo de inversión o pensiones	0.4	
STATE STREET CORPORATION	US	Fondo de inversión o pensiones	0.13	
SAL OPPENHEIM JR. & CIE KGAA	DE	Fondo de inversión o pensiones	0.12	
Telefónica	España	Telecomunicaciones		25,85
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0.79	
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0.44	
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0.36	
SUN LIFE FINANCIAL INC	CA	Compañía de seguros	0.36	
LINCOLN NATIONAL CORPORATION	US	Compañía de seguros	0.26	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0.25	
FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED	BM	Fondo de inversión o pensiones	1.02	
THORNBERG INVESTMENT MANAGEMENT, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0.61	
DODGE & COX	US	Fondo de inversión o pensiones	0.55	
VANGUARD GROUP, INC. THE	US	Fondo de inversión o pensiones	0.43	
BLACKROCK, INC.	US	Private equity firm	0.27	
Enel	Italia	Eléctrico		8,2
INA ASSITALIA SPA	IT	Compañía de seguros	0.67	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0.54	
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0.43	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0.18	
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0.15	
CAPITAL GROUP COMPANIES INC, THE	US	Fondo de inversión o pensiones	0.73	
VANGUARD GROUP, INC. THE	US	Fondo de inversión o pensiones	0.33	
THORNBERG INVESTMENT MANAGEMENT, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0.21	
PGGM VERMOGENSBEHEER B.V.	NL	Fondo de inversión o pensiones	0.16	
GRANTHAM, MAYO, VAN OTTERLOO & CO, LLC	US	Fondo de inversión o pensiones	0.11	

* Entre los inversores institucionales sólo se han tenido en cuenta los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las compañías de seguro y las denominadas *private equity firms*. No se ha tenido en cuenta la propiedad accionarial que los bancos tienen a través de sus propios fondos de inversión.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Amadeus.

La OCDE (1998) resume estos desarrollos del siguiente modo:

“Uno de los cambios estructurales más significativos en las economías de los países de la OCDE en los años ochenta y noventa ha sido la emergencia de mercados cada vez más eficientes en control empresarial y un paralelo incremento de la capacidad de los accionistas de influir a los directivos de las sociedades anónimas. En particular, debido a las mayores posibilidades de los inversores de usar los mercados de capitales para medir y comparar el funcionamiento de las empresas y disciplinar a los directivos, el compromiso de los directivos de generar valor accionario se ha tornado perceptiblemente más fuerte; esto representa un cambio significativo en el comportamiento de las grandes empresas.” (OECD, 1998: 15).

Dichos mercados se sirven del desarrollo de diferentes métodos e indicadores de análisis financiero, de entre los cuales el más conocido y utilizado es el EVA (*Economic Value Added*, desarrollado por la consultora Stern & Steward), para controlar y monitorizar el cumplimiento de dichos objetivos (Montagne y Sauviat, 2001: 10-13 y Commissariat Général du Plan, 2002: 19-47). Un EVA positivo es reflejo de que el resultado económico de la empresa después de remunerar el conjunto de capitales invertidos, endeudamiento y fondos propios, así como la fuerza de trabajo, es positivo, lo cual significa que ésta ha creado valor para sus accionistas. Esta es una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar la convención que fijan los inversores financieros en los mercados internacionales de capitales de una tasa de retorno o ROE (*Return On Equities*) del 15%⁹. Empresas o unidades de negocio dentro de una empresa que no arrojen un EVA positivo –y que por tanto, desde el punto de vista financiero, no creen valor para el accionista o éste no sea juzgado como suficiente dado el sector de actividad– serán susceptibles de ser cerradas en cualquier momento, al margen de que tengan beneficios positivos y sean rentables. El objetivo de la rentabilidad económica queda así subordinado al de la rentabilidad financiera en este nuevo contexto financiero internacional, expresión del propio proceso de financiarización al que hemos aludido anteriormente.

De cara al logro de este objetivo de maximización del valor accionario, los inversores institucionales imponen una serie de principios, vía *corporate governance*, a las empresas (Batsch, 2002a:26-33; Morin, 1998: 36; Jeffers y Plihon, 2001:16-17; Commissariat Général du Plan, 2002:24):

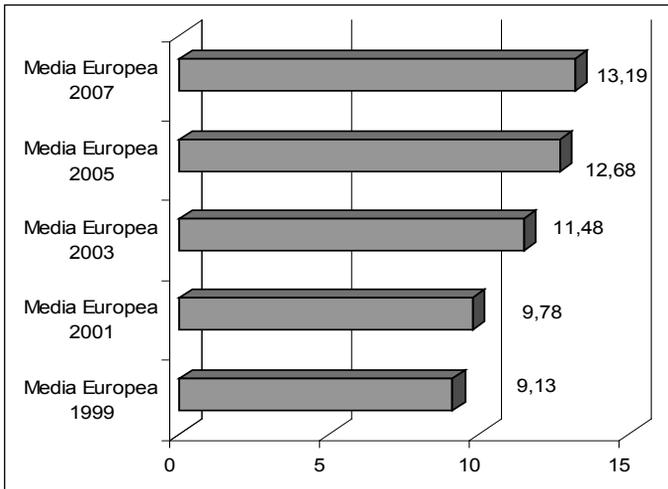
- Transparencia y continuidad en la información que éstas proporcionan a los accionistas (contacto permanente con inversores, publicación trimestral de un conjunto de ratios e indicadores informativos, adopción del sistema contable anglosajón, explicación exhaustiva de la estrategia empresarial).

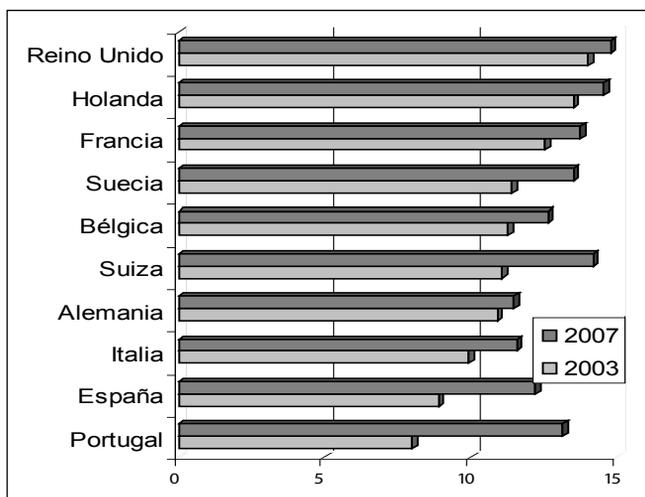
⁹ Para un análisis en profundidad de las reivindicaciones en términos de rentabilidad de los inversores institucionales, véase Betbèze (2003).

- Garantía y facilidad de ejercer los derechos de voto de los accionistas minoritarios y no residentes (caso frecuente de los inversores institucionales).
- Reestructuración de los consejos de administración (restauración de un mayor control y vigilancia sobre ellos, entrada de administradores independientes, separación de las funciones de presidente y director general, creación de comités de auditoría...).
- Ausencia de medidas anti-OPA (eliminación de las acciones preferentes, los contratos blindados, las *poison-pills*, etc.).
- Nuevos sistemas de remuneración de los directivos basados en el desarrollo de *stock options*, que fusionen los intereses de éstos con los de los accionistas.
- Adecuación a un modelo de estrategia industrial y comercial estandarizado, que evite los conglomerados empresariales y concentre la actividad empresarial en el corazón de la cadena de valor.
- Adhesión al discurso público del valor accionarial.

De hecho, los criterios de gestión que caracterizan el *corporate governance* se han extendido rápida y profundamente en los principales países de la OCDE. Esta extensión, como se puede ver en el Gráfico 4, no se ha producido únicamente en los países anglosajones –tradicionalmente más partidario de estos principios– sino que también se ha producido en la Europa continental. La consultora Heidrick & Struggles publica regularmente, desde 1999, un informe bianual que muestra los importantes avances que han experimentado los principios del *corporate governance* en las grandes empresas no financieras europeas.

GRÁFICO 4: ÍNDICE DE ADOPCIÓN DE LOS PRINCIPIOS DEL *CORPORATE GOVERNANCE*.





Fuente: Heidrick & Struggles (2007).

El incumplimiento generalizado de estos principios por parte de las empresas, puede derivar (y suele hacerlo) en el castigo de los mercados financieros y en la venta de las participaciones accionariales en manos de los inversores institucionales.

4. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos visto cómo la crisis de rentabilidad por la que atravesó el sistema capitalista durante los años setenta ha tratado de ser superada con el despliegue de todo un conjunto de contrarreformas neoliberales, que presentaban como una de sus principales aristas la desreglamentación y liberalización de los mercados financieros internacionales. Estas medidas, junto con otros factores que por motivos de espacio aquí no han podido ser analizados (expansión de nuevas tecnologías, envejecimiento poblacional, etc.), han dado lugar al denominado proceso de financiarización de la economía mundial. Uno de los aspectos esenciales de este proceso de financiarización ha consistido en el surgimiento de un nuevo contexto financiero internacional caracterizado por la preeminencia de la liquidez y por el poder de los inversores institucionales a escala mundial.

Tal y como hemos tratado de mostrar en este trabajo, la presencia de los inversores institucionales en la estructura de propiedad de las empresas no financieras de la OCDE, se ha expandido notablemente a lo largo de los años ochenta y, sobre todo, noventa. Esta entrada de los inversores institucionales en el capital accionarial de las empresas, una de las razones que ha llevado a

éstas a adoptar los principales criterios de gestión recogidos bajo el modelo de *corporate governance*, extendiéndose dichos criterios entre las grandes empresas no financieras de los países desarrollados.

Los factores que permiten entender las razones que han llevado a las grandes empresas a adoptar estos criterios de gestión –salvaguardándose con ello la primacía de los objetivos financieros al interior de estas organizaciones–, hay que buscarlos en los nuevos instrumentos de control y castigo garantizados por la enorme liquidez de los mercados y el nuevo tipo de estructura de la propiedad.

Lógicamente, el funcionamiento del contexto financiero internacional descrito, la propia caracterización del capital financiero contemporáneo, así como los criterios de gestión de las grandes empresas no financieras, no responden exclusivamente a la lógica desencadenada por la acción de los inversores institucionales. Existen otros factores que no han sido tenidos en cuenta dado el acotamiento que hemos hecho de nuestro objeto de estudio. Además, los inversores institucionales son agentes dirigidos y asesorados en muchas ocasiones por la tradicional banca de negocios, y están íntimamente vinculados con los altos directivos de las empresas a través de los mecanismos de *stock options*. Es este triángulo –banca de negocios, inversores institucionales y altos directivos– el que constituye actualmente el núcleo duro del capital financiero internacional, determinando con ello poderosamente el desenvolvimiento de los criterios de gestión empresarial.

El estudio de cómo los inversores institucionales, a través de la promoción de los criterios de gestión recogidos en el *corporate governance*, afectan a las empresas no financieras, presenta posibles líneas de investigación especialmente interesantes. Por ejemplo, ¿qué relación existe entre el creciente control externo de los mercados financieros sobre las empresas no financieras, y las estrategias de crecimiento o de inversión productiva de éstas? Y, un tema menos explorado aún, ¿qué consecuencias sobre la gestión de la fuerza de trabajo –en términos de salarios y empleo– tiene la imposición de los criterios del *corporate governance*? No es fácil aún saber qué posibles consecuencias tendrá la crisis financiera internacional actual, fruto del estallido de la burbuja crediticia, sobre el peso que los inversores institucionales tienen en la gestión de las grandes empresas industriales y de servicios. Seguramente, el previsible reforzamiento de la regulación internacional, junto con la menor dimensión y profundidad de los mercados de acciones, haga disminuir la liquidez internacional y, con ello, limite –parcialmente y en el corto plazo– la capacidad de control externo de los mercados financieros. Sin embargo, estamos muy lejos aún de conocer cómo se verán afectados, a medio y largo plazo, los principios del *corporate governance* como consecuencia de la crisis actual.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. (2004) : «L'utopie de la valeur actionnariale», *Alternatives Economiques*, 226, junio 2004, París.
- Aglietta, M. (2002): «Des mutations du capitalisme : une société salariale schizo-phrène?» en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Éditions Syllepse, París.
- Aglietta, M. (2000): "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions", *Economy and Society*, 29(1), febrero.
- Aglietta, M. (1998): *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, París.
- Aglietta, M. y Reberlioux, A. (2004): *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, París.
- Álvarez Peralta, N. (2007): *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2006*, Trabajo de Investigación, Programa de Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Álvarez Peralta, N. y Medialdea García, B. (2006): "La mundialización financiera y el enfoque del capitalismo patrimonial: ¿accionariado salarial o retroceso laboral?", *X Jornadas de Economía Crítica-Congreso Internacional*, Universidad Autónoma de Barcelona.
- Arrizabalo Montoro, X. (ed.) (1997): *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*, Ed. Síntesis, Madrid.
- Batsch, L. (2004) : *Finance et Stratégie*, Economica, París.
- Batsch, L. (2002a): *Le capitalisme financier*, La Découverte, París.
- Batsch, L. (2002b) : «Les marchés poussent-ils à la faute?», *Sociétal*, 37, 3.^{er} trimestre, París.
- Betbèze, J.P. (2003): *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, París.
- Bordo, M.; Eichengreen, B.; Irwin, D. (1999): "Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?", *Working Paper 7195*, NBER Cambridge.
- Boyer, R. (2004) : *Théorie de la régulation. 1 Les fondamentaux*, La Découverte, París.
- Boyer, R. (2000): "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, 29(1).
- Boyer, R. (1998) : «La politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes», *CEPREMAP Working Papers*, 9820, París.

- Brenner, R. (2004): “¿Nueva expansión o nueva burbuja?: la trayectoria de la economía estadounidense”, *New Left Review*, 25, 55-96.
- Brunhoff, S.; Chesnais, F. ; Duménil, G. ; Lévy, D. y Husson, M. (2006) : *La finance capitaliste*, Séminaire d'Études Marxistes-Actuel Marx, PUF, París.
- Cartapanis, A. (2004) : *Les marchés financiers internationaux*, La Découverte, París.
- Chesnais, F. (dir.) (2004) : *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, París.
- Chesnais, F. (2003): “La teoría del régimen de acumulación financiarizado : contenido, alcance e interrogantes”, *Revista de Economía Crítica*, 1, abril 2003, Valladolid.
- Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- Chesnais, F. y Plihon, D. (coord.) (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Colletis, G. (2004) : “Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation”, *Cahiers du GRES n.º2004-15*, GRES (Groupement des Recherches Economiques et Sociales), IFRéDE & LEREPS, Toulouse.
- Commissariat Général du Plan (2002): *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, La Documentation française, París.
- Correa, E. y Girón, A. (2004): “Desregulación y Crisis Financieras”, en Correa, E. y Girón, A. (coord.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, tomo I, Ed. Miguel Angel Porrúa, México D.F.
- Coutrot, T. (1998) : *L'entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste ?*, La Découverte, París.
- De Boissieu, C. (dir.) (2004) : *Les systèmes Financiers. Mutations, crises et régulations*, Economica, París.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2004): *Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Harvard, Massachusetts.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2002): *The Real and Financial Components of Profitability (USA 1948-2000)*, CEPREMAP, MODEM, París.
- Epstein, G.(2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Londres.
- Farnetti, R. (1999): “El papel de los fondos de pensión y de inversión anglosajones en el auge de las finanzas globalizadas”, en Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- Froud, J., Ojal, S., Leaver, A. y Williams, K. (2006): *Financialization and Strategy. Narrative and numbers*, Routledge, Londres.

- Heidrick & Struggles (2007): *Raising the Bar. Corporate Governance in Europe 2007 Report*, Heidrick & Struggles Inc., Londres.
- Huffschmid, J. (2002): "Redistribution, marches financiers et contre-réforme" en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Editions Syllepse, París.
- Jacot, H. y Le Duigou, J.C. (2001) : *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial?*, L'Harmattan, París.
- Jeffers, E. y Plihon, D. (2001) : «Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises», *Revue d'Economie Financière* n.º 63, París.
- Krippner, Greta R. (2005): "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, Oxford University Press.
- Mandel, E. (1972): *El capitalismo tardío*, Era, México.
- Martínez González-Tablas, A. (2007): *Economía Política Mundial. I Las fuerzas estructurantes*, Ariel Económica, Madrid.
- Martínez González-Tablas, A.; Medialdea García, B. (2001): "Reflexión crítica sobre la globalización financiera", *Economiaz*, 48, Vitoria.
- Medialdea García, B. (2003): *Inestabilidad financiera en las economías emergentes latinoamericanas en los años noventa: el caso de Brasil*, Trabajo de Investigación, Programa de Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Minsky, H. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Minsky, H. (1984): *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Mishkin, F. S. (2001): "Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial", *Economiaz* 48, Vitoria.
- Montagne, S. y Sauviat, C. (2001) : "L'Impact des marches financiers sur la gestion des ressources humaines: une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises", *Document d'Etude 42*, DARES, París.
- Morin, F. (2000): "A Transformation in the French Model of Shareholding and Management", *Economy and Society*, 29(1).
- Morin, F. (1998) : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ed. de Bercy, París.
- Morin, F. y Rigamonti, E. (2002): «Évolution et structure de l'actionnariat en France», 28/141, París.
- OCDE (1998): "Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD countries", *Financial Market Trends* 69, 15-37, OCDE, París.

- Olivé Aldasoro, I. (2001): *Globalización financiera y crisis en economías emergentes: estudio teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económica y Empresariales, UCM, Madrid.
- Onaran, O. (2005): "Life after Crisis for Labor and Capital in the Era of Neoliberal Globalization", *Working Papers Series: Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness, Working Paper 43*, Vienna University of Economics and Business Administration, Viena.
- Orhangazi, O. (2007): *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Massachusetts.
- Orléan, A. (1999) : *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, París.
- Palazuelos Manso, E. (1998): *La globalización financiera*, Ed. Síntesis, Madrid.
- Palazuelos Manso, E. (coord.) (1990): *Dinámica capitalista y crisis actual*, Ed. Akal, Madrid.
- Pérez, R. (2003): *La gouvernance de l'entreprise*, La Découverte, París.
- Plihon, D. (2004) : *Le nouveau capitalisme*, La Découverte,
- Plihon, D. y Ponssard, J.P. (2002): *Montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, París.
- Reberieux, A. (2003) : «Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions», *Travail et Emploi* 93, París.
- Rodríguez Fernández, J.M. (2003): *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Ed. Akal, Madrid.
- Roe, M.J. (2001): «Les conditions politiques au développement de la firme managériale», *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, 4(1), 123-182.
- Roe, M.J. (1995): "The Rise and Limits of Institutional Ownership of Industry in the United States: A Comparative Perspective", OECD, París.
- Stockhammer, E. (2004): "Financialization and the Slowdown of Accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-41.
- Vidal Villa, J.M. y Martínez Peinado, J. (2000): *Economía Mundial*, Mc Graw-Hill, Barcelona.