

La corporación*

La corporación moderna estadounidense nació en un juzgado en Washington, D.C., el 2 de febrero de 1819. Ese día, la Suprema Corte de los Estados Unidos estableció el precedente legal de que la propiedad de una corporación, como la de una persona, era privada y estaba sujeta a la protección de la Constitución. En la actualidad, es difícil pensar en la idea de que la propiedad privada de una corporación no se encuentre protegida por la Constitución. Sin embargo, antes de la sentencia de 1819 de la Suprema Corte, los dueños de una corporación estaban expuestos a la posibilidad de que el Estado tomara su negocio, por este motivo, la mayoría de las empresas evitaba transformarse en sociedad anónima; de hecho ocurrió en 1816: el Estado incautó Dartmouth College.

Dartmouth College se inauguró en 1769 como institución privada educativa gobernada por un consejo de custodios autoproclamados. Hacia 1816, ese consejo estaba constituido, sobre todo, por Federalistas (el partido político más cercano a George Washington), pero el gobierno del estado de Nueva Hampshire estaba dominado por Republicanos (el partido de Thomas Jefferson, que después se convirtió en el moderno Partido Demócrata). Insatisfecho con los lineamientos políticos de la universidad, la legislatura estatal tomó el control efectivo del Dartmouth al aprobar una ley que establecía un consejo de supervisores nombrado por el gobernador cuya función sería el operar la escuela. La ley tuvo el efecto de convertir una universidad privada, bajo control privado, en una estatal sujeta al control del Estado. Si ese acto era constitucional, implicaba que cualquier estado (o el gobierno federal) podría, si quisiera, nacionalizar cualquier corporación.

Dartmouth entabló una demanda por su independencia y el caso llegó a la Suprema Corte en 1818. El jefe de justicia de aquella época, John Marshall, retrasó el tomar una decisión hasta 1819, a fin de ganar tiempo para emitir una sentencia casi unánime de 5 a 1. Marshall se dio cuenta de la importancia que tendría esta decisión y quiso que la corte se pronunciara con un solo criterio. Primero, la corte estableció que una corporación era un “contrato”. Después, según el Artículo 1 de la Constitución, hizo la observación de que “quedaba prohibido para las legislaturas estatales apro-

* El término *Corporation* también se traduce como “empresa” o como “sociedad anónima”.

bar alguna ley que eliminara la obligatoriedad de los contratos” y echó abajo la ley de Nueva Hampshire.¹ El precedente estaba claro: el propietario de un negocio podría incorporarlo y gozar de la protección a la propiedad privada, así como protegerlo contra la incautación, ambos aspectos garantizados por la Constitución de los Estados Unidos. **Ha-bía nacido la corporación o sociedad anónima moderna.**

El efecto de esta decisión fue espectacular. En 1800, el número de corporaciones que producían bienes en todo el territorio de los Estados Unidos era de ocho. Para 1830, tan sólo en Nueva Inglaterra, más de 1400 corporaciones se involucraban en el comercio y la producción. En 1890, el número de corporaciones constituidas de negocios estadounidenses había crecido a 50,000. Ahora, la estructura corporativa es ubicua, no sólo en los Estados Unidos (donde son responsables del 85% del ingreso de negocios), sino en todo el mundo.

Este libro aborda la manera en que las corporaciones toman decisiones financieras. El propósito de este capítulo es introducir al lector a la corporación, así como explicar formas organizacionales alternativas para los negocios. Un factor clave en el éxito de las corporaciones es su capacidad de comerciar acciones de su propiedad, por ello, también explicaremos el papel que juegan los mercados de valores en facilitar los intercambios entre inversionistas de una corporación y las implicaciones que esto tiene sobre la propiedad y el control de ésta.

1.1 Los cuatro tipos de empresas

Comenzaremos con la introducción de los **cuatro tipos principales de empresa: propiedades únicas, sociedades, compañías de responsabilidad limitada y corporaciones.** Se explica cada forma organizacional, pero nuestra atención se centra en la forma más importante: la corporación. Además de describir lo que es una corporación, también se da un panorama de por qué son exitosas.

Propietario único

Una empresa de un **propietario único** es un negocio que posee y opera una persona. Por lo general, las empresas con un propietario único son muy pequeñas y cuentan con unos cuantos empleados, si acaso los tienen. Aunque en la economía no es relevante su ingreso por ventas, son el tipo más común de empresa en el mundo, como se aprecia en la figura 1.1. Las estadísticas indican que el 72% de negocios en los Estados Unidos son de propietarios únicos, aunque sólo generan el 5% del ingreso.² Compárese esto con las corporaciones, que únicamente forman el 20% de las empresas pero son responsables del 85% del ingreso de los E.U. Otras formas organizacionales tales como las sociedades y las compañías de responsabilidad limitada, constituyen el 8% restante de empresas y aportan el 10% de los ingresos de E.U.

La ventaja de una empresa de un propietario único es que es fácil de establecer. En consecuencia, muchos negocios nuevos usan esta forma organizacional. La limitación principal de una empresa con un propietario único es que no existe separación entre la empresa y el

1. El texto completo de la decisión de John Marshall puede consultarse en la dirección: http://www.constitution.org/dwebster/dartmouth_decision.htm.

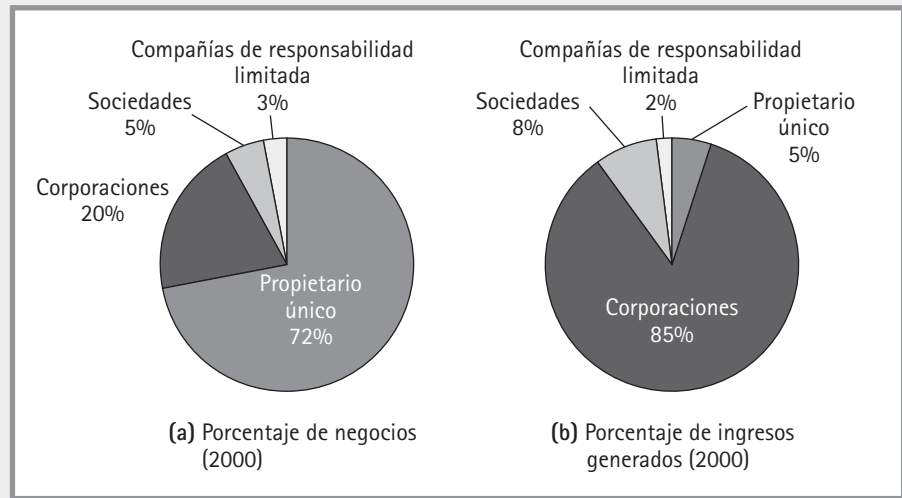
2. Esta información, así como otras estadísticas sobre los negocios pequeños, se puede encontrar en la dirección www.bizstats.com/businesses.htm. Se invita al lector a consultar el sitio de aclaraciones de esa página para tener la descripción de su metodología.

FIGURA 1.1

Tipos de empresas en los E.U.

Existen cuatro tipos diferentes de empresas en los Estados Unidos. Como se aprecia en las partes (a) y (b), aunque la mayoría de las compañías de E.U. son de propietario único, sólo generan una porción pequeña del ingreso total, en contraste con las corporaciones.

Fuente: www.bizstats.com



propietario —la empresa sólo puede tener un dueño. Si hubiera otros inversionistas, no podrían tener un vínculo de propiedad con la empresa. El dueño tiene obligación personal ilimitada por cualesquiera deudas de la compañía. Es decir, si la empresa falla en el pago de alguna deuda, el acreedor puede (y debe) requerir al dueño que la pague con sus activos personales. Si el propietario no puede devolver el préstamo, él o ella, deben declarar la quiebra personal. Además, la vida de una empresa de un propietario único está limitada a la vida de su dueño. También es difícil transferir la propiedad de este tipo de empresa.

Para la mayoría de los negocios, las desventajas de una empresa de un único propietario superan sus ventajas. Tan pronto como la compañía rebasa el punto en el que puede pedir préstamos sin necesidad que el dueño tenga una responsabilidad personal, es común que los propietarios conviertan el negocio en una forma que limite la responsabilidad personal.

Sociedades

Una **sociedad** se parece a una empresa de un propietario único, pero tiene más de un dueño. En una sociedad, todos los propietarios son responsables de las deudas de la empresa. Es decir, un acreedor puede requerir que cualquier socio pague todas las deudas vigentes de la compañía. La sociedad termina con la muerte o retiro de cualquiera de los dueños. Sin embargo, los socios pueden evitar la liquidación si el acuerdo societario da alternativas tales como la compra ante el deceso o retiro de un socio.

Algunos negocios antiguos y bien establecidos permanecen como sociedades o empresas de un propietario único. Es frecuente que dichas empresas sean los tipos de negocios en los que las reputaciones personales de sus dueños sean la base del negocio. Por ejemplo, las firmas de abogados, grupos de doctores y empresas de contabilidad, se organizan con frecuencia como sociedades. Para dichas empresas, la responsabilidad personal de los socios aumenta la confianza de los clientes en que harán el trabajo para mantener su reputación.

Una **sociedad limitada** es aquella con dos clases de propietarios, los generales y los limitados. Los primeros tienen los mismos derechos y privilegios que los socios de una sociedad (general) —son responsables, en lo personal, de las obligaciones por deudas de la compañía. En cambio, los socios limitados tienen **responsabilidad limitada**, es decir, sus obligaciones se limitan a la inversión que hicieron. Sus bienes personales no pueden embargarse para pagar las deudas vigentes de la empresa. Además, la muerte o retiro de un socio limitado no disuelve la

ENTREVISTA CON

David Viniar



David Viniar es Director de Finanzas y Operaciones de la División de Tecnología y Finanzas de Goldman Sachs —el último banco de inversión grande que se convirtió de sociedad en corporación. Ingresó a la empresa en 1980 y trabajó en Banca de Inversión, Tesorería y Contraloría. En su papel como CFO de la empresa jugó un papel importante en la conversión de la compañía en corporación, en 1999.

PREGUNTA: ¿Cuáles son las ventajas de las sociedades y las corporaciones?

RESPUESTA: A mediados de la década de 1990 debatimos mucho esa pregunta cuando decidíamos si nos convertíamos en una sociedad pública o seguíamos como privada.* Había buenos argumentos para ambas opciones, y personas inteligentes tomaban posiciones fuertes a favor y en contra.

Aquellos a favor de hacer pública la empresa argumentaban que se necesitaba mayor flexibilidad financiera y estratégica para tener un crecimiento dinámico y alcanzar las metas del liderazgo en el mercado. Como corporación pública tendríamos una base de capital más estable para apoyar el crecimiento y dispersar el riesgo; aumentaría nuestro acceso a los mercados de deuda públicos y grandes; podríamos emitir títulos que se comercian en público con los cuales hacer adquisiciones, compensar y motivar a nuestros empleados; además de una estructura más sencilla y transparente con la cual amentar nuestra escala y alcance global.

Aquellos que estaban en **contra de convertirnos en empresa pública** argumentaban que nuestra estructura de sociedad privada funcionaba bien y nos permitía alcanzar nuestras metas financieras y estratégicas. Como sociedad privada, podíamos generar al interior suficiente capital y financiar nuestro crecimiento en los mercados de colocaciones privadas; adoptar una visión de largo plazo en el rendimiento de nuestras inversiones con menos atención en la volatilidad de las utilidades, lo que no se valora en las compañías públicas; y **conservar el control del voto y fidelidad de los socios con la empresa.**

Una ventaja que se percibía en la propiedad privada de la empresa era la de ser distinta y única, lo que reforzaba la cultura de trabajo en equipo y excelencia, y ayudaba a diferenciarnos de nuestros competidores. Muchos se preguntaban si las cualidades especiales de nuestra cultura sobrevivirían si la empresa se hacía pública.

PREGUNTA: ¿Qué fue lo que condujo hacia la conversión?

RESPUESTA: Decidimos hacernos públicos por tres razones principales: para garantizar el crecimiento permanente del capital; poder usar títulos que se comercian en público para financiar adquisiciones financieras estratégicas; mejorar la cultura de propiedad y tener flexibilidad en las compensaciones.

PREGUNTA: ¿Se alcanzaron las metas de la conversión?

RESPUESTA: Sí. Como **empresa pública** tenemos una **base de capital más grande y permanente**, inclusive mejoró la capacidad de obtener préstamos a largo plazo en los mercados de deuda pública. Tenemos recursos de capital sustanciales para atender a nuestros clientes, aprovechar nuevas oportunidades de negocios y controlar mejor nuestro destino a través de condiciones cambiantes de la economía y negocios. Hemos podido utilizar acciones para financiar adquisiciones clave y apoyar inversiones estratégicas y financieras grandes. Dado el cambio en los patrones de nuestra industria y el crecimiento de las demandas de capital, hacernos públicos cuando lo hicimos, nos dio una posición afortunada para competir con eficacia en ese ciclo.

Nuestra cultura de trabajo y excelencia distintivas sobrevivieron en la forma pública, y nuestros programas de compensaciones con acciones mejoraron más de lo que esperábamos. En vez de tener sólo 221 socios, el hacer propietaria de Goldman Sachs a cada persona, inyectó ánimo a todos nuestros empleados. Fue el tamaño y visión crecientes de nuestro negocio —no el cambio a la forma pública— lo que planteó los retos más grandes para los aspectos positivos de nuestra cultura.

PREGUNTA: *Goldman Sachs fue el último de los bancos grandes que hizo la conversión. ¿Por qué fue así y, en retrospectiva, debió convertirse antes?*

RESPUESTA: Como sociedad privada teníamos mucho éxito, y tomó tiempo alcanzar el consenso entre los socios acerca de que una OPI permitiría tener aún más. En los años previos a la conversión, lo planteamos muchas veces, creemos que elegimos el momento correcto para la OPI en vista de nuestras necesidades de negocios, tanto financieras como estratégicas.

* El término *public partnership* también se traduce como “empresas cotizadas”, y el término *private partnership* también se traduce como “empresas no cotizadas”.

sociedad, y los intereses de algunos de éstos son transferibles. Sin embargo, un socio limitado no tiene autoridad administrativa y no puede involucrarse legalmente en la toma de decisiones administrativas del negocio.

Compañías de responsabilidad limitada

Una **compañía de responsabilidad limitada (LLC)*** es una sociedad limitada sin un socio general. Es decir, todos los dueños tienen responsabilidad limitada, pero pueden operar el negocio, a diferencia de los socios limitados.

La LLC es un fenómeno relativamente nuevo en Estados Unidos. El primer estado que aprobó un estatuto para la creación de una LLC fue Wyoming en 1977; el último fue Hawai, en 1997. Las compañías internacionales con responsabilidad limitada son mucho más antiguas y establecidas. Las LLC tuvieron preeminencia hace más de 100 años, en Alemania, en primer lugar, como *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH), y luego en otros países de Europa y América Latina. En Francia, una LLC se conoce como Société à responsabilité limitée (SARL), y con nombres similares en Italia (SRL) y España (SL).

Corporaciones

La característica distintiva de una **corporación** es que es una **entidad artificial** (persona moral o entidad legal), **definida en lo legal, diferente de sus propietarios**. Como tal, tiene muchos de los poderes jurídicos de las personas. Puede celebrar contratos, adquirir activos, incurrir en obligaciones y, como ya se dijo, goza de la protección de la Constitución de los E.U. contra la incautación de su propiedad. Debido a que la corporación es una entidad legal separada y diferente de sus dueños, es la responsable única de sus propias obligaciones. En consecuencia, los propietarios de una corporación (o sus empleados, clientes, etc.) **no son responsables de ninguna de las obligaciones que adquiere ésta**. En forma similar, la corporación no es responsable de ninguna de las obligaciones personales de sus dueños.

Formación de una corporación. Las corporaciones deben **constituirse legalmente**, lo que significa que el estado en el que lo hacen debe dar su consentimiento formal a la incorporación por medio de una escritura. Por tanto, **establecer una corporación es bastante más costoso que hacerlo con una empresa de un propietario único**. El estado de Delaware tiene un ambiente jurídico atractivo en particular para las corporaciones, por lo que son muchas las que eligen constituirse ahí. Para fines jurisdiccionales, **una corporación es un ciudadano del estado en el que se constituye**. La mayoría de empresas contratan abogados para crear un acta constitutiva que incluye artículos formales de incorporación y un conjunto de estatutos. **El acta constitutiva especifica las reglas iniciales que gobiernan la forma en que se opera la corporación**.

Propiedad de una corporación. **No hay límite en el número de dueños** que puede tener una corporación. Debido a que la mayoría de corporaciones tiene muchos, cada propietario posee sólo una parte de la corporación. El total de la propiedad de una corporación se **divide en acciones**. El conjunto de todas las acciones vigentes de una corporación se conoce como **capital de los accionistas**** o de la empresa. Se conoce al dueño de una parte de las acciones de la corporación como **accionista, tenedor de acciones, o tenedor de capital, y está sujeto al pago de dividendos**, es decir, a pagos que se efectúan a discreción de la corporación, a sus tenedores de capital. Por lo general, los accionistas reciben una participación en los pagos de dividendos que es proporcional al número de acciones que poseen. Por ejemplo, un accionista con 25% de las acciones de la empresa recibirá el 25% del total del pago de dividendos.

* El término *Limited Liability Companies* también se traduce como “Sociedad de Responsabilidad Limitada”.

** Existen varios términos para referirse al capital de los accionistas, como son: **capital accionario, capital propio, patrimonio de los accionistas, patrimonio neto o capital**.

Una característica única de las corporaciones es que no tienen limitaciones para quienes pueden poseer sus acciones. Es decir, **el propietario de una corporación, no necesita tener ninguna experiencia o calificación especial.** Esta característica permite el libre comercio de las acciones de la corporación y proporciona una de las ventajas más importantes al organizar la empresa como corporación, en lugar de ser una empresa de un propietario único, sociedad o LLC. Las corporaciones son **capaces de obtener cantidades sustanciales de capital** porque venden acciones de su propiedad a **inversionistas anónimos del exterior.**

La disponibilidad de fondos externos ha permitido que las corporaciones dominen la economía (figura 1.1b). Como ejemplo tomemos una de las empresas más grandes del mundo, Microsoft Corporation. Esta compañía reportó un ingreso anual de \$39.8 mil millones de dólares durante los 12 meses que van de julio de 2004 a junio de 2005. El valor total de la empresa (riqueza colectiva que tienen sus propietarios) en septiembre de 2005 era de \$284.7 mil millones. Empleaba a 61 000 personas. Pongamos estos números en perspectiva. Los \$39.8 mil millones, si fueran producto interno bruto (PIB), en 2004, colocarían a Microsoft (junto con Kasajastán) en el número 59 de los 200 *países* más ricos.³ Kasajastán tiene casi 15 millones de habitantes, cerca de 250 veces el número de empleados de Microsoft. Además, si el número de empleados se utilizara como la “población” de Microsoft, ésta clasificaría, junto con las Islas Marshall, ¡como el décimo país menos poblado de la tierra!

Implicaciones fiscales para las entidades corporativas

Una diferencia importante entre los tipos de formas organizacionales es la **manera en que son gravadas.** Debido a que una corporación es una entidad legal separada, sus utilidades están sujetas a impuestos separados de las obligaciones fiscales de sus propietarios. De hecho, los accionistas de una corporación **pagan dos veces impuestos.** En primer lugar, **la corporación paga impuestos sobre sus utilidades,** y luego, **cuando las utilidades restantes se distribuyen a los accionistas, estos pagan su propio impuesto personal sobre la renta por este ingreso.** En ocasiones se llama a este sistema **tributación doble.**

EJEMPLO 1.1

Gravamen de las utilidades corporativas

Problema

Supongamos que el lector es accionista de una corporación. Esta obtiene \$5 por acción antes de impuestos. Después de que pague sus impuestos, distribuirá el resto de sus utilidades como dividendos. El dividendo es un ingreso para el lector, por lo que paga impuestos sobre éste. La tasa* impositiva corporativa es de 40% y la de usted es del 15% sobre el ingreso por dividendos. ¿Qué cantidad de utilidades quedan después de pagar los impuestos?

Solución

En primer lugar, la corporación paga impuestos. Gana \$5 por acción, pero debe pagar $0.40 \times \$5 = \2 al gobierno, por concepto de impuestos corporativos. Esto deja \$3 para repartir. Sin embargo, el lector debe pagar $0.15 \times \$3 = 45$ centavos de impuesto, sobre la renta por dicha cantidad, lo que deja $\$3 - \$0.45 = \$2.55$ por acción, después de pagar todos los impuestos. Como accionista, a usted le quedan sólo \$2.55 de los \$5 originales de utilidades; los restantes $\$2 + \$0.45 = \$2.45$ se pagan como impuestos. Así, la tasa fiscal efectiva para usted es de $2.45 / 5 = 49\%$.

3. Base de datos de World Development Indicators, 15 de julio de 2005. Para tener una referencia rápida sobre datos de PIB, entre a la dirección <http://www.worldbank.org/data/quickreference.html>.

* El término *rate* también se traduce como “tipo”.

En la mayor parte de países se elimina algo del doble gravamen. Son treinta los países que conforman la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), de los cuales sólo Irlanda y Suiza no eliminan nada de la duplicación de impuestos. Los Estados Unidos permiten alguna deducción sobre el ingreso por dividendos pues dan a éstos una clasificación más baja en la tasa impositiva que otras fuentes de ingreso. En 2005, el ingreso por dividendos se gravaba con el 15%, que para la mayoría de inversionistas, es mucho menor, que su tasa personal de impuesto sobre la renta. Unos cuantos países, entre los que se incluyen Australia, Finlandia, México, Nueva Zelanda y Noruega, ofrecen la eliminación total, al no cobrar impuestos sobre el ingreso por dividendos.

La estructura organizacional corporativa es la única que está sujeta a doble gravamen. Además, el Código Interno de los E.U. sobre Utilidades permite, a ciertas corporaciones, la exención del cobro doble de impuestos. Estas se denominan **corporaciones “S”** porque eligen el **tratamiento fiscal del subcapítulo S**. Con dicha reglamentación fiscal, las utilidades (y pérdidas) de la empresa no están sujetas a impuestos corporativos sino que, estos se asignan en forma directa a los accionistas, con base en su participación en la propiedad. Los accionistas deben incluir dichas utilidades como ingreso en sus declaraciones fiscales individuales (aun si no se les distribuye dinero). Sin embargo, después de que pagaron el impuesto sobre la renta por dichas ganancias, no se adeuda ningún impuesto.

EJEMPLO 1.2

Gravamen de las utilidades de las corporaciones S

Problema

Resuelva de nuevo el Ejemplo 1.1 con la suposición de que la corporación de que se trata eligió el tratamiento del subcapítulo S, y que la tasa de impuestos del lector sobre ingreso, que no es dividendo, es del 30%.

Solución

En este caso, la corporación no paga impuestos. Ganó \$5 por acción. Sea o no que la corporación elija distribuir o retener ese efectivo, el lector debe pagar $0.30 \times \$5 = \1.50 de impuesto sobre la renta, que es mucho menos que los \$2.45 que se pagan en el Ejemplo 1.1.

El gobierno establece **limitaciones estrictas para calificar en el tratamiento del subcapítulo S**. En particular, los accionistas de tales empresas deben ser individuos que sean ciudadanos o residentes de los Estados Unidos, y no haber más de 75 de ellos. Debido a que la mayoría de corporaciones no tienen restricciones para quienes poseen sus acciones, o el número de accionistas, no califican para recibir el tratamiento del subcapítulo S. Así, la mayor parte de ellas son **corporaciones “C”**, que están sujetas al pago de impuestos corporativos.

REPASO DE CONCEPTOS

1. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de organizar un negocio como corporación?
2. ¿Qué es una compañía de responsabilidad limitada (LLC)? ¿En qué difiere de una sociedad limitada?

1.2 La propiedad versus el control de las corporaciones

A diferencia del dueño de una propiedad única, que tiene el control directo de la empresa, frecuentemente no es factible que los dueños de una corporación lo tengan, porque son muchos los propietarios de ésta, y cada uno elige con libertad comerciar sus acciones. Es decir, en una corporación, el control directo y la propiedad con frecuencia se encuentran separados. **Es el consejo de administración y el director general, y no los dueños, los que ejercen el control directo de la corporación.** En esta sección se explica la forma en que se dividen las responsabilidades entre estas dos entidades de una corporación.

El equipo administrativo de la corporación

Los accionistas de una corporación ejercen su control por medio de la elección de un **consejo de administración**, que es un grupo de personas que tienen autoridad definitiva para tomar decisiones en la corporación. En la mayoría de éstas, cada acción da a su poseedor un voto en la elección del consejo de administración, de modo que los inversionistas con más acciones tienen más influencia. Cuando uno o más de los accionistas tienen una participación accionaria muy grande, ellos mismos podrían estar en el consejo de administración, o tener el derecho de designar a cierto número de consejeros.

El consejo de administración establece las reglas con las que debe operarse la corporación (inclusive la manera en que se compensa a los altos directivos de ella), fija las políticas y vigila el desempeño de la compañía. Este consejo, **delega** en su administración, **la mayor parte de decisiones que involucran el trabajo cotidiano de la empresa**, la cual es encabezada por el **director general (o CEO)**. Esta persona está encargada de operar la empresa por medio de instituir las reglas y políticas fijadas por el consejo de administración. El tamaño del resto del equipo administrativo varía de una empresa a otra. No siempre es distinta la separación de poderes dentro de las corporaciones. **En realidad, no es raro que el CEO también sea el presidente del consejo de administración.**

Propiedad y control de las corporaciones

En teoría, el objetivo de una empresa debe ser determinado por sus propietarios. Una propiedad única tiene un solo dueño que opera la compañía, por lo que las metas de ésta son las mismas que las de quien la posee. Pero en las formas organizacionales con dueños múltiples, el objetivo de la empresa no queda tan claro.

Muchas corporaciones tienen miles de propietarios (accionistas). Es probable que cada uno de ellos tenga intereses y prioridades diferentes. ¿De quién son los intereses y prioridades que determinan los objetivos de la compañía? Más adelante, se estudia esta cuestión con más detalle. Sin embargo, es probable que el lector se sorprenda al saber que los intereses de muchos, si no de la mayoría de los accionistas, son los mismos en cuanto a las decisiones importantes. Por ejemplo, si se trata de la decisión para desarrollar un producto nuevo, que será una inversión rentable para la corporación, es probable que todos los accionistas estén de acuerdo en que es buena idea hacerlo.

Aun cuando todos los propietarios de una corporación concuerden en los objetivos de ésta, hay que implantarlos. En una forma organizacional sencilla, como la propiedad única, el dueño, que opera la empresa, puede garantizar que los objetivos de ésta coincidan con los suyos propios. Pero una corporación es operada por un equipo administrativo, distinto de sus dueños, ¿Cómo pueden los propietarios de una corporación asegurarse de que los administradores implantarán sus objetivos?

Problema del agente y el principal. Muchas personas opinan que, debido a la separación de la propiedad, y el control de una corporación, **los administradores tienen pocos incentivos para trabajar en la consecución de los intereses de los accionistas cuando esto significa trabajar en contra de los suyos.** Los economistas denominan a éste como el **problema del agente y el principal**. La manera más común de enfrentar en la práctica el problema del agente y el principal es minimizar el número de decisiones que toman los administradores y que requieran poner sus intereses propios en contra de los intereses de los accionistas. Por ejemplo, los contratos de compensación de los administradores se diseñan para garantizar que la mayor parte de decisiones sean en el interés de los accionistas, y que también beneficien a los administradores; es frecuente que los accionistas ligen la compensación de los altos directivos con las utilidades de la corporación, o quizá con el precio de sus acciones. Sin embargo, existe una limitante para esta estrategia. Al ligar en forma demasiado estrecha la compensación con el rendimiento, los accionistas pueden pedir a los administradores que corran riesgos mayores que aquellos con los que se sientan cómodos, por lo que es probable que no tomen las deci-

siones que los accionistas quieren; también se puede volver difícil encontrar directivos talentosos que acepten dicho trabajo.

El desempeño del CEO. Otra manera en que los accionistas pueden motivar a los administradores para que trabajen en el interés de aquéllos es disciplinarlos si no lo hacen. Si los accionistas no están satisfechos con el desempeño de un CEO, en principio, podrán presionar al consejo para que lo despida. Sin embargo, es muy raro que los directores y altos ejecutivos sean reemplazados a causa de una rebelión de accionistas. En vez de ello, los inversionistas descontentos, **con frecuencia eligen vender sus acciones**. Por supuesto que alguien debe estar dispuesto a comprar estas acciones. Si son bastantes los accionistas insatisfechos, la única forma de hacer que los inversionistas compren (o conserven) las acciones es ofrecerlas a precio bajo. En forma similar, los inversionistas que ven una corporación bien administrada querrán adquirir sus acciones, lo que hace que el precio se eleve. **Así, el precio de las acciones de una corporación, es un barómetro de sus líderes que les da**, en forma continua, retroalimentación acerca de la opinión que de ellos tienen los accionistas.

Cuando las acciones tienen mal rendimiento, el consejo de administración podría reaccionar con el cambio de CEO. Sin embargo, en ciertas empresas, los ejecutivos principales se enquistan porque los consejos de administración no tienen la voluntad de reemplazarlos. Con frecuencia, la reticencia para despedirlos proviene de que el consejo está formado por amigos cercanos del CEO y **carecen de objetividad**. En las corporaciones en que el CEO se enquista y hace un mal trabajo, las expectativas de que el desempeño deficiente continuará hacen que el precio de las acciones disminuya. Los precios bajos de las acciones crean una oportunidad para hacer utilidades. En una **compra hostil, un individuo u organización —a veces conocidos como depredador corporativo— compra una porción grande del paquete accionario y al hacerlo obtiene votos suficientes para reemplazar al consejo de administración y al CEO**. Con un equipo administrativo nuevo, el precio de las acciones resulta una inversión más atractiva, por lo que es probable que eleven su precio y dejen una utilidad para el depredador corporativo y los demás accionistas. Aunque las palabras “hostil” y “depredador” tienen connotaciones negativas, los depredadores corporativos, en sí, proporcionan un servicio importante a los accionistas. **Es frecuente que la sola amenaza de ser despedido como resultado de una compra hostil sea suficiente para disciplinar a los malos administradores y motivar, a los consejos de administración, para que tomen decisiones difíciles**. En consecuencia, el hecho de que las acciones de una corporación se comercien en público, crea un “mercado para el control corporativo” que motiva a los administradores y consejos directivos a actuar en interés de sus accionistas.

Quiebra corporativa. Debido a que una **corporación es una entidad legal independiente**, cuando fracasa en el pago de sus deudas, la gente que prestó dinero a la empresa, los **acreedores, están en posición de embargar los activos de la corporación como compensación por el incumplimiento (impago)**. Para impedir el embargo, la compañía puede tratar de renegociar con sus acreedores, o solicitar a una corte federal la protección por quiebra. En la Parte V del libro se describe con mucho más detalle el proceso de quiebra y las implicaciones que tiene para las decisiones corporativas, debido a su importancia en la toma de éstas, es útil entender inclusive en una etapa tan temprana, algunos de los aspectos principales del fracaso y quiebra corporativos.

En las quiebras, se da a la administración la oportunidad de reorganizar la empresa y renegociar con sus acreedores. Si este proceso no funciona, el control de la corporación por lo general pasa a los acreedores. En la mayoría de casos, los accionistas originales quedan con poca o ninguna participación en la empresa. Así, cuando una compañía no puede saldar sus adeudos es frecuente que el resultado final sea un cambio de propiedad, y que el control pase de los tenedores de capital a los acreedores. **Un aspecto importante es que la quiebra no necesariamente da como resultado la liquidación de la empresa**, que implicaría el final del negocio y la venta de sus activos. Aun si el control de la empresa pasara a sus acreedores, está en el interés de éstos operarla del modo más rentable posible. Hacer esto con frecuencia

Activismo de los accionistas y derechos de votación

En años recientes, como reacción ante el rendimiento bajo del mercado accionario y varios escándalos contables, se ha incrementado mucho el número de *iniciativas de los accionistas* (cuando estos piden que una política o decisión específica se someta al voto directo de todos ellos). De acuerdo con el *Investor Responsibility Research Center*, el número de propuestas de los accionistas se incrementó de alrededor de 800, en el año 2002, a más de 1100, en 2004. Las iniciativas de los accionistas cubren un rango amplio de temas, inclusive los derechos de voto de ellos, adquisiciones de la empresa y provisiones contra ello, elección de los miembros del consejo directivo, y cambios en la fecha y sitio de las reuniones de los accionistas.

Una de las tendencias recientes en el activismo de los accionistas consiste en no dar apoyo a los nominados para formar parte del consejo de directores. En marzo de 2004, los accionistas retiraron su apoyo a Michael Eisner (el CEO de Disney) como presidente del consejo. El resultado fue que perdió la presidencia de Disney pero conservó su puesto de CEO. El Sistema de Retiro de los Empleados Públicos de California (Calpers), el fondo de pensiones más grande del mundo, no dio sus votos para, al menos, uno de los directores en el 90% de las 2700 compañías en las que invierte.

Fuente: Adaptado de John Golff, "Who's the Boss?" *CFO Magazine*, 1 de septiembre de 2004, pp. 56 a 66.

significa mantener el negocio en operación. Por ejemplo, en 1990, *Federated Department Stores* declaró la quiebra. Uno de sus activos mejor conocidos en esa época era *Bloomingdale's*, tienda departamental conocida en toda la nación. Debido a que *Bloomingdale's* era un negocio rentable, ni los tenedores de capital ni los acreedores tenían el mínimo deseo de cerrarla, y continuó sus operaciones durante la quiebra. En 1992, cuando *Federated Department Stores* se reorganizó y surgió de la quiebra, los tenedores de capital originales habían perdido su participación en *Bloomingdale's*, pero la cadena insignia continuó su buen desempeño con los propietarios nuevos, y su valor como negocio no se vio afectado en forma adversa debido a la quiebra.

Así, una manera útil de entender las corporaciones es pensar que hay dos conjuntos de inversionistas que reclaman sus flujos de efectivo —los acreedores y los accionistas. En tanto la corporación satisfaga el cobro de los primeros, la propiedad sigue en manos de los accionistas. Si la corporación falla en el pago de sus deudas, los acreedores toman el control de la empresa. Así, una quiebra corporativa se entiende mejor si se ve como el *cambio de propiedad* de la corporación, y no necesariamente como el fracaso del negocio que la sustenta.

REPASO DE CONCEPTOS

1. ¿Cuál es el problema del agente y el principal que es probable que aparezca en una corporación?
2. ¿Cómo controla el consejo de administración a una corporación?
3. ¿Cómo afecta la declaración de quiebra a la propiedad de una corporación?

1.3 El mercado de valores

Desde el punto de vista de un accionista externo, una característica importante de una inversión en el capital de una corporación es su *liquidez*. Se dice que una inversión es **líquida** si es posible **venderla con facilidad** en un precio cercano al que se compraría en ese momento. Las acciones de muchas corporaciones son líquidas porque se comercian en mercados organizados, llamados **mercados de valores (o bolsas de valores)**. **Esa clase de corporaciones se conocen como compañías públicas.** Un inversionista de una compañía pública puede convertir en for-

ma fácil y rápida su inversión en efectivo por medio de vender sus acciones en uno de dichos mercados. Sin embargo, no todas las corporaciones son compañías públicas. Algunas de ellas, conocidas como **compañías privadas**, no permiten el intercambio accionario, o lo limitan a transacciones efectuadas en forma privada entre inversionistas.

Los mercados de valores más grandes

El mercado de valores más conocido de los Estados Unidos y el más grande del mundo, es la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). En ella se negocian a diario miles de millones de dólares. Otros mercados de valores de los Estados Unidos incluyen la Bolsa de Valores Americana (AMEX), Nasdaq (siglas de National Association of Security Dealers Automated Quotation), y bolsas regionales tales como la Bolsa de Valores del Medio Oeste. La mayoría de países tienen al menos un mercado de valores. Fuera de los Estados Unidos, los mercados más grandes son la Bolsa de Valores de Londres (LSE) y la Bolsa de Valores de Tokio (TSE).

En la figura 1.2 se presenta la clasificación de los mercados de valores más grandes del mundo, según dos de las medidas más comunes: el valor total de todas las corporaciones nacionales que cotizan en la bolsa y el volumen total anual de acciones que se comercian en la bolsa.

NYSE

El NYSE es un lugar físico. En el piso de la Bolsa de Valores, los **formadores de mercado** (conocidos en la NYSE como **especialistas**) ponen en contacto a los compradores con los vendedores. Fijan dos precios para cada paquete de acciones que ponen en el mercado: el precio al que estarían dispuestos a comprarlo (el **precio a la compra**) y el precio al que estarían dispuestos a venderlo (el **precio a la venta**). Si un cliente se acerca a ellos y quiere cerrar un trato con esos precios, lo respetarán (hasta un número limitado de acciones) y harán el negocio aunque no tengan otro cliente que quiera ser la contraparte. De esa forma, garantizan que el mercado tiene liquidez porque los clientes pueden comerciar siempre a los precios anunciados. La bolsa tiene reglas que tratan de asegurar que los precios a la compra y a la venta no estén demasiado alejados uno del otro y que los cambios importantes en los precios tengan lugar a través de una serie de cambios pequeños, en lugar de que den un salto brusco.

Los precios a la venta superan a los precios a la compra. La diferencia se denomina **diferencial de compra-venta**.* Debido a que los clientes siempre compran al precio a la venta (el más alto) y venden al de compra (el más bajo), el **diferencial de compra-venta es un costo de transacción**** que los inversionistas tienen que pagar a fin de comerciar. Debido a que los especialistas en un mercado físico como el de NYSE toman el papel opuesto a sus clientes en el trato, ese costo representa una utilidad para aquellos. Es la compensación que demandan por proveer un mercado líquido capaz de respetar cualquier precio anunciado. Los inversionistas también pagan otras formas de costos de transacción, en forma de comisiones.

Nasdaq

En la economía del presente, un mercado de valores no necesita tener una ubicación física. Es posible realizar transacciones en la bolsa (quizá de modo más eficiente) por teléfono o una red de cómputo. En consecuencia, algunos mercados de valores son un conjunto de distribuidores o especialistas del mercado conectados a través de redes de computadoras y teléfonos. El ejemplo más famoso de un mercado así es el Nasdaq. Una diferencia importante entre la NYSE y el Nasdaq es que en la primera, cada acción tiene un sólo especialista del mercado. En Nasdaq, las acciones pueden, y tienen, especialistas múltiples que compiten uno con el otro. Cada especialista del mercado debe anunciar precios a la compra y a la venta en la red del Nasdaq, los cuales son vistos por todos los participantes. El sistema Nasdaq anuncia los primeros mejores precios y cumple las órdenes en consecuencia. Este proceso garantiza que los inversionistas tengan el mejor precio posible en ese momento, sea que compren o que vendan.

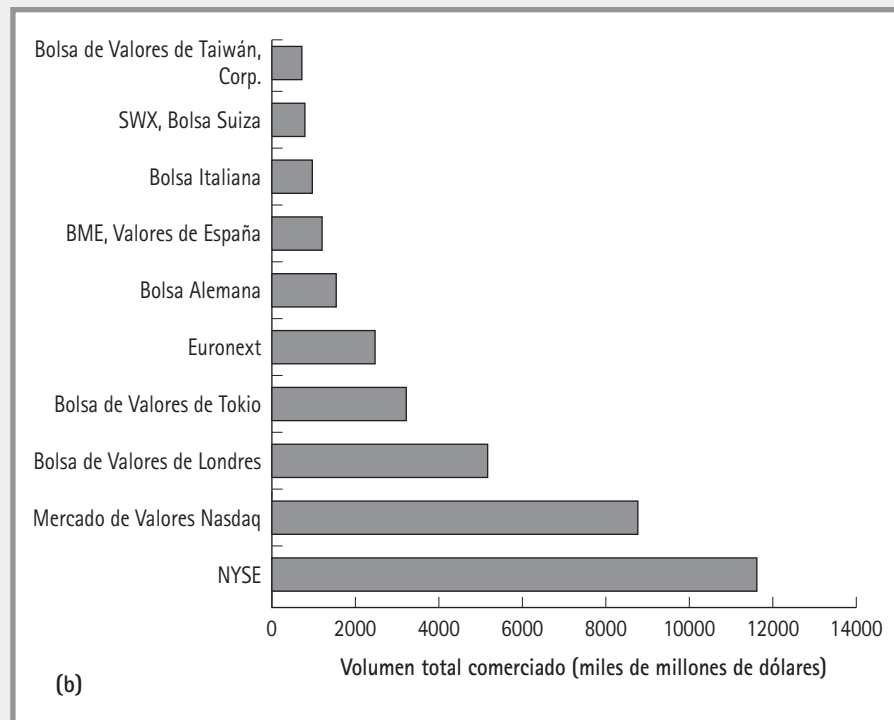
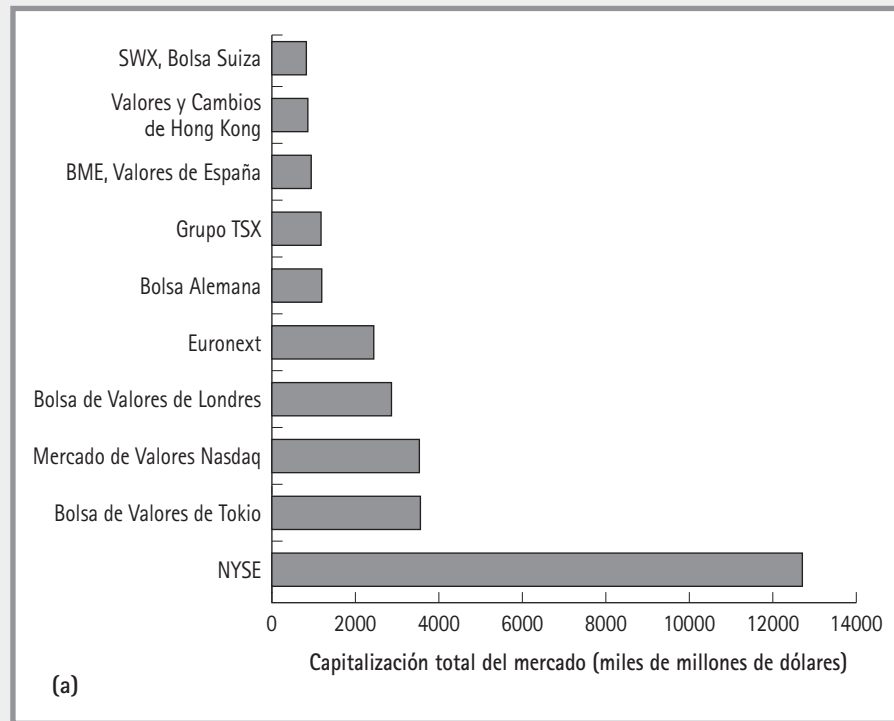
* *Bid-ask spread*.

** El término *cost* también se traduce como “coste”.

FIGURA 1.2**Mercados de valores mundiales clasificados según dos medidas comunes**

Los diez mercados de valores más grandes del mundo, clasificados por (a) valor total de todas las corporaciones nacionales que cotizaron en la bolsa al final del año 2004, y (b) volumen total de acciones comerciadas en la bolsa durante 2004.

Fuente: www.world-exchanges.org



REPASO DE CONCEPTOS

1. ¿Qué es la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)?
2. ¿Qué ventaja brinda un mercado de valores a los inversionistas corporativos?

Resumen

1. Existen cuatro tipos de empresas en los Estados Unidos: propiedades únicas, sociedades, compañías de responsabilidad limitada, y corporaciones.
2. Las empresas con responsabilidad personal ilimitada incluyen las propiedades únicas y las sociedades.
3. Las compañías con responsabilidad limitada incluyen las sociedades limitadas, compañías de responsabilidad limitada y corporaciones.
4. Una corporación es una entidad definida en lo legal (persona moral o entidad legal) que tiene muchos de los poderes legales de las personas. Puede celebrar contratos, adquirir activos, incurrir en obligaciones y, como se dijo, goza de la protección de la Constitución de los Estados Unidos contra la incautación de su propiedad.
5. Los accionistas de una corporación C en efecto pagan impuestos dos veces. La corporación los paga una vez y los inversionistas deben pagarlos sobre cualesquiera fondos que se distribuyan.
6. Las corporaciones S están exentas del impuesto al ingreso corporativo.
7. La propiedad de una corporación se divide en acciones que en conjunto son el capital de los accionistas. Quienes invierten en esas acciones se denominan accionistas, tenedores de acciones o tenedores de capital.
8. La propiedad y control de una corporación están separados. Los accionistas ejercen su control de manera indirecta por medio del consejo de administración.
9. La quiebra corporativa se puede visualizar como un cambio en la propiedad y control de la corporación. Los tenedores del capital ceden sus derechos de propiedad y control a los accionistas.
10. Las acciones de las corporaciones públicas se comercian en los mercados de valores. Las acciones de las corporaciones privadas no se negocian en estos.

Términos clave

acciones <i>p. 7</i>	formadores de mercado <i>p. 13</i>
accionista <i>p. 7</i>	líquida <i>p. 12</i>
capital de los accionistas <i>p. 7</i>	liquidación <i>p. 11</i>
compañía de responsabilidad limitada <i>p. 7</i>	mercados de valores
compañías privadas <i>p. 13</i>	(o bolsas de valores) <i>p. 12</i>
compañías públicas <i>p. 12</i>	pago de dividendos <i>p. 7</i>
compra hostil <i>p. 11</i>	precio a la compra <i>p. 13</i>
consejo de administración <i>p. 10</i>	precio a la venta <i>p. 13</i>
corporación <i>p. 7</i>	problema del agente y el principal <i>p. 10</i>
corporaciones "C" <i>p. 9</i>	propietario único <i>p. 4</i>
corporaciones "S" <i>p. 9</i>	responsabilidad limitada <i>p. 5</i>
costo de transacción <i>p. 13</i>	sociedad <i>p. 5</i>
diferencial de compra-venta <i>p. 13</i>	sociedad limitada <i>p. 5</i>
director general (o CEO) <i>p. 10</i>	tenedor de acciones <i>p. 7</i>
especialistas <i>p. 13</i>	tenedores de capital <i>p. 7</i>

Lecturas adicionales

Los lectores interesados en la decisión de John Marshall acerca del Dartmouth College encontrarán una descripción más detallada en J. E. Smith, *John Marshall: Definer of a Nation* (Nueva York: Henri Holt, 1996), pp. 433-38.

Un análisis informativo que describe el objetivo de una corporación se encuentra en M. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance* (otoño de 2001): 8-21.

Los lectores que tengan interés en lo que determina los objetivos de los administradores de una corporación y en qué difieren de los de los accionistas pueden esperar a estudiarlo más adelante con detalle o leer M. C. Jensen y W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3(4), (1976): 305-60; J. E. Core, W. R. Guay, y D. F. Larker, "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9 (abril de 2003): 27-50.

Los siguientes artículos explican el gobierno y propiedad corporativos en todo el mundo: F. Barca y M. Becht, *The Control of Corporate Europe* (Oxford University Press, 2001); D. K. Denis y J. S. McConnell, "International Corporate Governance," *Journal of Financial Quantitative Analysis* 38 (marzo de 2003); R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, y A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance* 54(2) (1999): 471-517. Los lectores interesados en un estudio más detallado en la forma en que los impuestos afectan la incorporación, pueden consultar a J. K. Mackie-Mason y R. H. Gordon, "How Much Do Taxes Discourage Incorporation?" *Journal of Finance* 52(2) (1997): 477-505.

Problemas

Un cuadrado negro (■) indica que se dispone de problemas en MyFinanceLab.

Los cuatro tipos de empresas

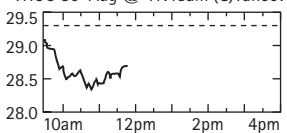
1. ¿Cuál es la diferencia más importante entre una corporación y todas las demás formas de organización?
2. ¿Qué significa la frase *responsabilidad limitada* en el contexto corporativo?
3. ¿Cuáles formas organizacionales dan a sus propietarios responsabilidad limitada?
4. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas principales de organizar una empresa como corporación?
5. Explique la diferencia entre una corporación S y una C.
6. El lector es accionista en una corporación C. Ésta gana \$2 por acción antes de impuestos. Una vez pagados éstos, dará a usted el resto como dividendo. La tasa de impuesto corporativo es de 40%, y aquella sobre la renta personal (sean dividendos o no) es del 30%. ¿Cuánto queda al lector después de que se pagan todos los impuestos?
7. Repita el Problema 6 con la suposición de que se trata de una corporación S.

Propiedad versus control de las corporaciones

8. Los directores corporativos trabajan para los dueños de la corporación. En consecuencia deben tomar decisiones en el interés de éstos, y no en el suyo propio. ¿De qué estrategias disponen los accionistas para ayudar a garantizar que los administradores estén motivados para actuar de ese modo?

El mercado de valores

9. ¿Cuál es la diferencia entre una corporación pública y una privada?
10. Explique por qué el diferencial de compra-venta es un costo de transacción.
11. El 30 de agosto de 2004 apareció en Yahoo! Finance la siguiente cotización accionaria:

YAHOO! INC (NasdaqNM: YHOO) Quote data by Reuters				<div>YHOO 30-Aug @ 11:45am (C)Yahoo!</div> 
Last Trade:	28.69	Day's Range:	28.35 — 29.07	
Trade Time:	11:42AM ET	52wk Range:	16.56 — 36.51	
Change:	↓ 0.61 (2.08%)	Volume:	7,374,448	
Prev Close:	29.30	Avg Vol (3m)	20,232,318	
Open:	29.04	Market Cap:	39.03B	1d 5d 3m 6m 1y 2y 5y max
Bid:	28.69 × 1000	P/E (ttm):	112.51	Annual Report for YHOO
Ask:	28.70 × 5800	EPS (ttm):	0.255	
1y Target Est:	36.53	Div & Yield:	N/A (N/A)	

Si el lector quisiera comprar Yahoo!, ¿Qué precio pagaría? ¿Cuánto recibiría si deseara vender Yahoo!?