



Economía: Teoría y práctica

ISSN: 0188-8250

etyp@xanum.uam.mx

Universidad Autónoma Metropolitana Unidad

Iztapalapa

México

Coriat, Benjamin

La instalación del poder financiero en Francia. Génesis, formas específicas e impactos sobre la  
industria

Economía: Teoría y práctica, núm. 30, enero-junio, 2009, pp. 11-55

Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Iztapalapa

Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=281122891002>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

# **La instalación del poder financiero en Francia. Génesis, formas específicas e impactos sobre la industria\***

*Benjamin Coriat\*\**

## **RESUMEN**

El artículo reseña las condiciones que posibilitaron la instalación del poder financiero en Francia; señala también los impactos de dicho poder en el comportamiento de las empresas, y más generalmente en la organización industrial, característica de la economía francesa en la época del fordismo. La tesis central es que a partir de las privatizaciones y de las nuevas y múltiples regulaciones y reglamentaciones que hicieron posible la instalación del poder financiero, la economía francesa perdió su modo central de coordinación de los agentes. Este modo de coordinación, tradicionalmente basado en un amplio parque público industrial y financiero que permitía llevar a cabo una política industrial centrada en el lanzamiento periódico de “grandes proyectos”, ha perdido hoy sus fundamentos.

**Número de clasificación:** JEL: G28, G38.

**Palabras clave:** economía francesa, financiación, privatización, gobernanza corporativa, regulación, organización industrial.

## **ABSTRACT**

The paper retraces the conditions under which finance and financial agents were able to establish their power in the French economy. The consequences of the exercise of the new power of finance on firm's behaviors, and more generally on the industrial organization of the French economy are underlined.

The main thesis is that because of the massive privatizations— relayed by a series of new regulations implemented in the last three decades— France has lost the traditional mode of coordination between agents which characterized the fordist era. This mode of coordination based on actions and initiatives undertaken by the visible hand of the public authorities, especially in the field of industrial policy, has now lost its grounds.

**Clasification number:** JEL: G28, G38.

**Key words:** French economy, financiación, privatization, corporate governance, regulation, industrial organization.

---

\* Una versión anterior de este texto fue publicada en una obra en lengua inglesa (*cf.* Coriat, B., P. Petit, G. Schmeder, 2006, cap. 3). Y una versión en francés (“L’installation de la Finance en France”, *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, núm. 3/4, segundo semestre de 2008, URL: <http://regulation.revues.org/document6743.html>.) en donde se precisa, actualiza y amplían puntos esenciales del análisis inicialmente propuesto. La traducción al español de la versión francesa fue realizada por Ángela Silva.

\*\* Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y de la Gestión de la Universidad de París XIII, Francia. Correo electrónico: coriat@club-internet.fr.

## INTRODUCCIÓN

A principios de la década de los noventa pensábamos que una de las características centrales del capitalismo francés residía en el hecho de que el régimen histórico a partir del cual Francia —imitando a los Estados Unidos— había construido su crecimiento, es decir, el fordismo, se enfrentaba a la vez al “resquebrajamiento” de sus mecanismos dinámicos y a su “falta de sucesor” (Coriat, 1995). Luego, a comienzos de 2000, era ya patente que este diagnóstico debía ser modificado. En efecto, bajo la forma de lo que fue caracterizado como un modo de acumulación “predominantemente financiero” (Chesnais, 1996), o régimen de acumulación “patrimonial” (Aglietta, 1998; Aglietta y Rebérioux, 2004),<sup>1</sup> se vislumbraba ya la llegada y la instalación de un sucesor. Y aunque hoy, más que nunca, nada permite discernir la existencia de un “régimen de acumulación” dotado de sus propios círculos virtuosos, sí podemos proponer varios argumentos para establecer por qué y cómo el mundo financiero se ha convertido, en Francia como en otras partes del mundo, en el operador clave de las transformaciones, en la forma social que dicta el sentido del cambio y a partir de la cual se ejerce la predominio sobre las otras formas.

El objetivo de este artículo es dar cuerpo a esta hipótesis, al presentar ciertos cambios mayores que se produjeron en la economía francesa durante las dos décadas pasadas. El énfasis está puesto en dos series de modificaciones medulares, ampliamente convergentes. La primera vinculada a una modificación en la estructura de la propiedad del capital que afectó a la economía francesa, debi-

<sup>1</sup> Las dos caracterizaciones, “predominantemente financiero” y “patrimonial”, no son equivalentes, por supuesto. Aunque ambas insisten en el papel decisivo del mundo financiero, las implicaciones de estas dos caracterizaciones no son las mismas. Difieren esencialmente en que una (régimen patrimonial) postula que a partir de ciertas codificaciones institucionales apropiadas el mundo financiero sería capaz de garantizar la transición hacia un régimen de acumulación estabilizado, dotado de sus propios círculos virtuosos, mientras que el otro niega esta posibilidad al mundo financiero. Una discusión más completa, que enumera los puntos de acuerdo y de desacuerdo entre ambos enfoques, se lleva a cabo en *The Hardship of Nations, Exploring the Paths of Modern Capitalism* (Coriat, B., et al., 2006). Véase también sobre este tema “La politique à l’heure de la mondialisation et de la finance” (R. Boyer, 1999). En la obra citada (Coriat et al., 2006) sosténía, por mi parte, que, aunque en Francia el mundo financiero ocupaba desde hace un par de décadas un papel motor y rector en la orientación de estos cambios, nada permitía discernir la formación de un régimen de acumulación “estabilizada”. Es la razón por la cual, en este artículo dedicado al caso francés, hablo de modo de acumulación con predominio financiero, y no de régimen de acumulación. Acerca de “la dificultad para nombrar el nuevo régimen” y de los retos planteados por su caracterización, véase en esta misma entrega el artículo de M. Clévenot (2008).

do sobre todo a las privatizaciones masivas que tuvieron lugar en ella. Como consecuencia de esta mutación se presentaron otros cambios, que pertenecen también a esta primera serie, y que tienen que ver con las relaciones de fuerza entre actores (en particular entre directivos, accionistas y banqueros). La segunda serie de modificaciones son las relativas al impacto de la primera serie en la organización industrial a la francesa. Ésta, que hasta hace poco se destacaba por su especificidad<sup>2</sup> y constituía un “modelo francés” claramente identificable —descrito ampliamente, por ejemplo, en *Made in France* (Taddei y Coriat, 1993)—, reviste hoy características completamente inéditas.<sup>3</sup>

Ahora bien, ¿cómo se llevó a cabo la instalación del poder financiero en Francia? ¿A partir de qué caminos y mediaciones procedió dicha instalación? ¿Por cuáles vías y medios ejerce su influencia el mundo financiero? He aquí las preguntas que intenta responder este artículo. Después de haber puesto el acento en las formas específicas que ha tomado en Francia la instalación del poder financiero (sección I), la atención se centra en la manera en que dicha instalación del mundo financiero trastoca y avasalla algunas de las formas sociales esenciales que sirven de soporte a la acumulación, es decir, las que giran en torno de la organización industrial (sección II).<sup>4</sup> Posteriormente, propondremos algunas conclusiones (sección III).

### I. LA INSTALACIÓN DEL PODER FINANCIERO: PRIVATIZACIONES, “TITULIZACIÓN” Y POTENCIACIÓN DEL PAPEL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

En Francia, el poder financiero se instaló a partir de un proceso bastante específico. Contrariamente a lo que sucedió en Estados Unidos, las mutaciones no nacie-

<sup>2</sup> La importancia del sector público, bancario e industrial, el poder de la intervención pública, el peso de la política industrial (en particular a partir del lanzamiento regular de “grandes proyectos”) constituyen elementos característicos de la economía francesa y de su propio “modelo” de organización industrial.

<sup>3</sup> De cierta manera se trata, para el autor de este artículo y a unos 15 años de distancia, de evaluar el significado de ciertas mutaciones esenciales experimentadas por la economía francesa desde el balance de etapa que había constituido la obra *Made in France* (escrito en colaboración con Dominique Taddei) en 1993. De ahí las frecuentes referencias hechas en este artículo a esa obra.

<sup>4</sup> El acento ha sido puesto intencionalmente en las modificaciones iniciales. Este ensayo se centra principalmente en el análisis de las condiciones que permitieron la transición de un régimen a otro, y no en el funcionamiento del nuevo régimen.

ron y se formaron primero en la esfera financiera.<sup>5</sup> Proveniente de los Estados Unidos, con el amplio respaldo que constituyeron las regulaciones impuestas por la Unión Europea, el poder financiero no se afirmó en Francia sino a partir de un proceso específico: el de las privatizaciones masivas que tuvieron lugar en el país galo desde 1986. Precisemos estos puntos antes de proponer algunas reflexiones acerca del significado más profundo de la transformación que se produjo.

### **1. Los vectores clave de la transformación**

Al considerar el origen de la mutación a la cual hemos asistido, nos referiremos a una serie de fenómenos conjuntos. En una primera aproximación podemos distinguir, en primer lugar, un elemento “externo”: el Acta Única Europea y la instrumentación de la Europa financiera y monetaria —la cual, volveremos a ello, se efectúa bajo un régimen muy específico—. En segundo lugar, distinguiremos un elemento más “interno”: tanto la amplitud como el contenido del proceso privatizador en Francia, proceso en el que cabe destacar el “desbloqueo” de los “núcleos duros” a partir de mediados de los años 1990, y la entrada masiva de los fondos de pensión anglosajones en la estructura del capital de las empresas francesas más grandes.

Si nos permitimos hablar de condiciones “externas” es para indicar que la instalación de un modo de acumulación predominantemente financiero no fue al principio, ni con mucho, fruto de una decisión y de una deliberación “nacional”. Este modo de acumulación, procedente de Estados Unidos, arrasó en Francia por contagio. Un momento clave de esta penetración estuvo constituido, sin lugar a dudas, por la adopción del Acta Única Europea de 1986 y por las disposiciones nuevas que produjo, sobre todo en lo que respecta a las “cuatro libertades”,<sup>6</sup> antes de prolongarse en una multitud de directivas y reglamentos tendientes a promover un gran mercado europeo unificado monetaria y financieramente.<sup>7</sup> Se-

<sup>5</sup> Para el caso de Estados Unidos, la obra coordinada por F. Chesnais (1996) presenta una cronología y análisis bien documentados del poderoso ascenso y de la instalación del poder financiero.

<sup>6</sup> Recordemos que las “cuatro libertades” a las que apunta el Acta Única son: la libertad de circulación de las personas, de los productos, de los servicios y de los capitales.

<sup>7</sup> En la prolongación de las mutaciones introducidas por el Acta Única, un momento decisivo de la instalación del poder financiero en Europa estuvo constituido por el lanzamiento en 1999 del PASF (Plan de Acción para los Servicios Financieros), por iniciativa de la Comisión Europea. Un conjunto compacto de directivas trastocaría completamente el panorama bancario y financiero, hasta que la crisis de 2008 impuso la suspensión de ciertas medidas que habían sido implantadas en 1999.

guramente, en aquel entonces, no fueron percibidos con suficiente claridad dos puntos: *i*) hasta qué grado el Acta Única era primero y ante todo un acta financiera; *ii*) el poder y la amplitud de las modificaciones cuya penetración e instalación permitió dicha acta en Europa, al abrir al mundo financiero un sinfín de campos de acción.

Con el paso del tiempo, se fue volviendo obvio que la libertad de circulación de los capitales —con mucho, aquella de las “cuatro libertades” que había progresado menos desde el Tratado de Roma— era el objetivo primordial perseguido por el Acta Única. Y se fue haciendo claro también que las modalidades de aplicación que fueron seleccionadas no podían sino tener efectos profundos y durables. De hecho, es necesario darse cuenta de que la forma cobrada por la desregulación financiera en Europa no se impuso en absoluto por sí misma, como si se hubiera tratado de una evidencia.

No hubo una, sino dos directivas de la Comisión con respecto a las modalidades de la apertura a la competencia de los servicios bancarios y financieros. Entre la primera y la segunda tuvieron lugar intensos regateos y cabildeos. En ellos, lo que estaba en juego —y resultaba claro para los protagonistas— era nada menos que decidir si la Europa financiera se constituiría bajo el modo “restringido” o bajo un modo “ampliado”, otorgando o no libertad a los bancos y a las instituciones financieras extranjeras no bancarias, instaladas en el territorio europeo para operar en el mercado de valores. En otros términos, el debate giraba en torno de la cuestión de abrir (o no) el espacio financiero europeo a los fondos de pensión y a otros fondos de inversión angloamericanos.

Esta oportunidad no pasó en absoluto inadvertida para los operadores estadounidenses, quienes echaron mano de la famosa legislación de excepción estadounidense “Súper 301”, con la mediación activa y cómplice de lord Brittan, para que finalmente triunfara la voluntad estadounidense de disponer para sus instituciones financieras de los mismos derechos que las empresas locales.<sup>8</sup>

En cuanto a las condiciones “internas” de instalación del poder financiero, si dejamos de lado la instrumentación de las diferentes leyes bancarias y bursátiles, así como más generalmente las modificaciones de la reglamentación orientadas a hacer caer el sistema francés bajo una presión incrementada y direc-

<sup>8</sup> Este episodio está ampliamente documentado en el estudio de caso “US against Europe” propuesto en Bayard y Elliott (1994) (cap. 11, pp. 267-309). Además, una presentación complementaria de las implicaciones medulares del paso de la primera a la segunda directiva es propuesta también en *Économie Politique* núm. 2, 1999.

ta del mundo financiero,<sup>9</sup> el momento clave estuvo constituido por un tríptico cuyo eslabonamiento no era en absoluto inevitable. Este eslabonamiento relacionó tres sucesos: privatizaciones masivas, abandono del “bloqueo” inicial de la propiedad del capital y entrada de los fondos de pensión angloamericanos en la propiedad del capital de las grandes empresas francesas.

Es ahí donde reside lo que podríamos designar como “la cadena central” de las modificaciones que incidieron en el ámbito industrial. A partir de ésta y en torno de ésta, se fueron produciendo otras modificaciones, secundándola o ampliándola, a veces incluso anticipándola,<sup>10</sup> contribuyendo a marcar cada vez más sus efectos.

Examinemos ahora, para empezar, las mutaciones que ocurrieron a lo largo de la cadena central, antes de considerar las mutaciones “colaterales” que la acompañaron y a veces la precedieron, creando así un espacio favorable y propicio para la afirmación del poder financiero.<sup>11</sup>

#### a) La cadena central

##### ***Una privatización por olas sucesivas, de amplitud siempre creciente***

Las formas y las modalidades de las privatizaciones se caracterizan por algunos rasgos sobresalientes, que presentamos como sigue. En primer lugar, las privatizaciones tendrían una amplitud que no conoció ningún otro país europeo. En efecto, tradicionalmente la dimensión del acervo público francés había sido siempre muy grande, pero en el periodo 1981-1982, durante el primer gobierno de su presidencia, Mitterrand procedió además a una ola inmensa de nacionalizaciones que acrecentó de manera verdaderamente significativa el acervo público que existía anteriormente. Así, cuando se dieron la privatizaciones, a partir de

<sup>9</sup> Para una presentación detallada de las numerosas medidas tomadas desde mediados de la década de los ochenta en materia de reglamentación financiera, bancaria y bursátil en Francia, nos referiremos a la muy útil publicación de Deschanel y Gizard (1999). Para un acercamiento más analítico de la desreglamentación financiera, establecida en el marco global donde emergió y se desarrolló cf. Chesnais (coord.) (1996). Finalmente, para un análisis de las contradicciones a partir de las cuales operan hoy los mercados financieros véase Aglietta (2001) así como Aglietta y Rebérioux (2005).

<sup>10</sup> Éste es, por ejemplo, el caso de la iniciativa mayor que constituyó, para las autoridades francesas, la decisión de proceder a la titulización de la deuda pública (este punto es retomado más adelante en este artículo).

<sup>11</sup> Aquí nos referimos muy particularmente a la intensa actividad legislativa y reglamentaria que, instigada por el señor Bérégovoy (como ministro de Finanzas, después como primer ministro), tenía como objetivo reactivar y desarrollar los mercados financieros.

1986, éstas abarcaron todos los grandes orgullos tradicionales de la industria francesa (Alcatel, Saint-Gobain, Elf Aquitaine, Rhône Poulenc, Renault, France Télécom, Air France...) o los sectores de los bancos y de las aseguradoras (que fueron completamente privatizados, después de haber sido casi completamente estatizados por las nacionalizaciones de 1945 y luego las de 1981-1982). Esta venta masiva del acervo público produjo casi mecánicamente —volveremos a este punto más adelante— la pérdida de la capacidad de decisión o de coordinación del poder público en prácticamente todas las grandes empresas (excepto algunas pertenecientes a la esfera militar), así como en las fuentes de financiamiento que servían de base para los “grandes proyectos”, característicos de la política tecnológica e industrial francesa.

Respecto al plano legal, debemos distinguir dos olas de privatizaciones: las que corresponden a las leyes de 1986 y las correspondientes a las de 1993.<sup>12</sup>

- La primera ley privatizadora de 1986 se caracterizó por organizar la disolución completa del inmenso parque industrial público que había sido constituido gracias a las nacionalizaciones efectuadas por el primer periodo en la presidencia de Mitterrand. En la práctica, sin embargo, las privatizaciones incluidas en la ley de 1986 fueron mucho más allá, pues incluyeron 28 grupos o subgrupos, y casi todo el sector bancario.
- La segunda ola, iniciada por la ley del 19 de julio de 1993, profundizó y completó el movimiento. Las empresas que se había dado en llamar “las nacionalizadas de 1981” habían constituido el blanco de la ley de 1986, pero la ley de 1993 se remontaba todavía más lejos, hasta las empresas “históricas” del sector público nacionalizado justo después de la segunda Guerra Mundial. Por otra parte, después de los bancos (incluidos en la ley de 1986), esta vez el sector de las aseguradoras fue cedido casi por completo a accionistas privados.

Finalmente, cabe hacer notar que el regreso de la izquierda al gobierno, con el nombramiento de Jospin como primer ministro en 1997, no interrumpió en absoluto ese movimiento. Todo lo contrario: si lo reflexionamos en términos de valor agregado de los títulos puestos en el mercado, las privatizaciones efectuadas entre 1997 y 2001 rebasan en valor el de los títulos puestos en el mercado

<sup>12</sup> Un expediente completo sobre este punto fue preparado por la *Revue Économique*, Vol. 47, noviembre de 1996, núm. especial “Les Privatisations”.

**Cuadro 1. Las distintas olas de privatización****1. La primera ola (1986-1988)**

	Fecha de la OPV*	Precio de la OPV (francos)	Total de las acciones cedidas (millones)	Número de suscriptores (millones)	Ingresos para el Estado (miles de millones de francos)
Sanit Gobain	2 de noviembre de 1986	310	28	1.54	8.8
Paribas	19 de enero de 1987	405	32.7	3.81	13.2
Sogénal	9 de marzo de 1987	125	5.7		0.95
CCF	27 de abril de 1987	107	38.4	1.65	4.1
BIMP	21 de abril de 1987	140	2.3	0.52	0.3
Compagnie du BTP	6 de abril de 1987	130	2.9	1.03	0.3
Havas	25 de mayo de 1987	500	5.3	0.73	2.6
Alcatel	11 de mayo de 1987	290	30.6	2.24	11.5
Alsthom					
TF1	24 de julio de 1987	165	19.8	0.42	3.2
Ste Générale	15 de julio de 1987	407	43.8	2.30	16
Suez	3 de octubre de 1987	317	20.4	1.6	18
Matra-Hachette	20 de enero de 1988	110		0.30	0.9

\* OPV (oferta pública de venta).

**2. Entre dos cohabitaciones, las privatizaciones parciales.**

	Fecha de la OPV	Precio de la OPV (en francos)	Número de suscriptores (en millones)	Ingresos para el Estado (en miles de millones de francos)
Total Crédit Local de France*	Junio de 1992	230	n.d.	9
	Noviembre de 1991	210	0.07	1.5
	Junio de 1993	388	0.16	2.4

\* La privatización de Crédit Local de France (CLF) se efectuó en dos etapas: las acciones fueron introducidas en la Bolsa de París en 1991 para una privatización parcial. Ésta fue completada con la OPV de junio de 1993.

durante las dos olas anteriores. Otra característica notoria de estas privatizaciones “de la tercera ola” es que atañen a empresas encargadas de proporcionar servicios públicos (France Telecom, Air France, etcétera),<sup>13</sup> convirtiendo así en “opi-

<sup>13</sup> Incluso si en estos casos se trató en un primer momento de privatizaciones parciales.

**3. La segunda ola (1993-1995).**

	Fecha de la OPV	Precio de la OPV (francos)	Número de suscriptores (millones)	Ingreso para el Estado (miles de millones de francos)	Porcentaje del capital cedido
BNP	5 de octubre de 1993	240	2.30	28	73
Rhône Poulenc	16-23 de nov. de 1993	135	2.9	13.6	43
Elf Aquitaine	Fines de enero de 1994	385	3.10	33.7	11
UAP	Abril-mayo de 1994	152	1.9	197	50
Renault*	Noviembre de 1994	165	1.1	8	29.9
SEITA	Febrero de 1995	129	1	5.5**	90

\* Privatización parcial (venta por el Estado de 29% del capital).

\*\* Estimación.

**4. La tercera ola 1998-1999.**

Industria	Sector financiero	Servicios
Thomson CSF (1998)	GAN (1998)	France Telecom (apertura del capital: 1998, 1999)
Thomson Multimédia (1998) (acuerdo de cooperación)	CNP (1998) (apertura del capital)	
Aérospatiales-Matra (1999) (apertura del capital)	CIC.BUE (1998) * SMC(1998) * Crédit Lyonnais (1999)* Crédit Foncier (1999) Hervet**	Air France (apertura del capital, 1999)

\* Bancos comerciales

\*\* Institución financiera especializada.

nión común” que nada puede escapar a este movimiento y que la privatización está inscrita, en suma, en la naturaleza de las cosas, incluidos los intereses públicos.

Si intentamos hacer un primer balance,<sup>14</sup> de 1985 a 2000, el peso de las empresas públicas en el valor agregado (fuera de las actividades financieras) pasó de 25 a 11.5%, es decir que se dio una pérdida de 13.5% del valor agregado total. Si consideramos únicamente el ramo de la “industria”, el peso del sector

<sup>14</sup> Las cifras citadas en este párrafo fueron extraídas del estudio de Loiseau (2002), dedicado a ese tema.

público en el valor agregado pasó de 21 en 1985 a menos de 2% en el 2000. En el ámbito de los bancos y de los seguros, la evolución fue todavía mucho más drástica. Mientras que el sector público empleaba a aproximadamente 60% de los asalariados de los bancos, esta cifra cayó a 5% en 2000. En el ámbito de los seguros, representaba 40% de los asalariados en 1985 ¡y este porcentaje cayó a menos de 1% en 2000!

Finalmente, además de su impacto propiamente económico, hay que agregar que las privatizaciones de los grandes orgullos tradicionales de la industria o de la banca o del sector de las aseguradoras (véase la larga lista de las privatizaciones en el cuadro 1) fueron también la oportunidad para comenzar a dar forma a ese capitalismo de “asalariados accionistas”, vieja tentación de los poderes públicos sucesivos. Al ofrecer a los asalariados de las antiguas empresas públicas accesos preferenciales a los títulos patrimoniales de las empresas recién privatizadas, se creó un fuerte incentivo para el desarrollo de un estrato de accionistas asalariados. El estímulo fue eficaz pues por primera vez en Francia millones de asalariados adquirieron (en muy pequeñas cantidades, es cierto) títulos patrimoniales. Esta mutación también reviste una dimensión cualitativa decisiva.

#### ***Después de las privatizaciones: “desbloqueo” de los “núcleos duros” y entrada de los fondos de pensión anglosajones.***

A mediados de la década de los noventa, un cambio estratégico mayor incidió en el comportamiento del gran patronato francés y marcó el primer informe Viennot.<sup>15</sup> En efecto, mientras que las primeras privatizaciones habían sido efectuadas tomando gran cuidado en “equilibrar” la propiedad del capital por medio de un juego de participaciones cruzadas (los famosos “núcleos duros”), orientadas a garantizar un control del capital francés sobre las empresas privatizadas, los actores clave del mundo financiero decidieron operar bajo el contexto de apertura económica y abrir ampliamente el capital a los inversionistas extranjeros. Para el caso, todo mundo lo sabía, no se podía tratar sino de los fondos de pensión angloamericanos que, gracias a una serie de modificaciones legales y reglamentarias introducidas en Estados Unidos, se habían transformado en actores globales poderosísimos.

La apertura de las más grandes empresas de la *high tech* francesa constituía para ellos una especie de ganga. Respondieron invirtiendo masivamente. Esta decisión de las élites francesas resulta intrigante. ¿Por qué fue tomada esta decisión tan deliberadamente? Un motivo que se invoca a menudo es que varias

<sup>15</sup> Este informe es analizado líneas adelante más detalladamente.

participaciones cruzadas entabladas en el momento de las privatizaciones no tenían —o ya no tenían— sentido económico. Que, en el momento de las reorganizaciones planetarias, cierto capital se encontraba recíprocamente “bloqueado” e inútilmente fijo en activos heterogéneos. Que era necesario por tanto reconquistar la libertad en el uso de estos títulos para poder vender y comprar sin limitaciones y poner estas operaciones al servicio de las estrategias de reorganización. En un primer momento, estos argumentos parecían tener fundamento. Pierden, sin embargo, mucho de su peso si recordamos las mil y un recetas, los tesoros de energía y de ingeniosidad que serían desplegados pocos años después del desbloqueo, tanto por los directivos de las grandes empresas como por el poder público, para intentar conservar o restablecer el control perdido. En efecto, cuando el tornado de las fusiones, de las adquisiciones y de las OPA (oferta pública de adquisición) “hostiles” se desató, pudimos asistir a la multiplicación de los intentos —desigualmente coronados por el éxito, a final de cuentas— por restablecer el control sobre lo que había sido tan generosamente “abierto”.<sup>16</sup>

Verdaderamente, parecería que la decisión del desbloqueo, mucho más que una decisión “económica”, fue resultado de una decisión estratégica: aprovechar el viento favorable que constituía en ese entonces el impulso mundial hacia el liberalismo, para acabar de ceñir el capital francés a su *alter ego* “global”, y acabar de cortar aquel vínculo con el poder público que había permitido el crecimiento del capital francés. Así, la decisión de la desregulación financiera vino tanto de fuera —de Estados Unidos, en este caso, que la quería y la impuso— como de dentro: la decisión de seguirles el paso, de hundirse en la zanja, fue perfectamente “nacional”: al desbloquear los núcleos duros se había resuelto suprimir una especificidad mayor del capitalismo francés.

Los efectos de esta decisión de apertura fueron inmediatos y espectaculares (véase cuadro 2). La penetración extranjera se efectuó directamente en detrimento de los antiguos “núcleos duros”: las participaciones cruzadas cayeron

<sup>16</sup> La multiplicación de la puesta en el mercado de títulos sin derechos de voto, o de títulos con derechos de voto reforzados, cedidos únicamente a las empresas “amigas”, la venta de títulos bajo condición de “recompra”, o bien el vals de los “pactos de accionistas”, todas estas prácticas —totalmente opuestas a la idea “de la transparencia” esgrimida a favor de las privatizaciones— que se desarrollarían para estabilizar precisamente una parte de las masas accionistas —contra toda lógica de rentabilidad— con el único fin de garantizar el poder de control, muestran efectivamente que en materia de “apertura” y de “cierre” los argumentos son muy volátiles. Es por lo demás muy significativo que la Comisión Europea —que se ha erigido en vestal del estricto respeto de las reglas de competencia— luchó largamente en su directiva OPA para tratar de prohibir estas prácticas y proteger los derechos del atacante.

en promedio de 30 a 20% (Loumel y Morin, 1999). En este sentido, resultó sumamente simbólica la toma de control de Axa, tradicionalmente uno de los operadores financieros que se encuentra en el corazón mismo de uno de los tres polos financieros del capitalismo francés, por el alemán Allianz. Desde entonces, como tendremos la oportunidad de recordarlo, la modificación de los límites y de las vocaciones industriales de los grupos se convertirá en el modo ordinario de su existencia. Las lógicas financieras que presiden las fusiones y las adquisiciones se impondrán entonces como el principal modo de crecimiento o de evolución de las empresas, a merced de las evaluaciones de los títulos efectuadas por los gestores de fondos.

Resultado de estas mutaciones: el total de los títulos patrimoniales controlados por los fondos de pensión angloamericanos rebasa en promedio 50% el total de las acciones que corresponden a participaciones cruzadas entre accionistas nacionales (*cf. cuadro 2*). Pero, sobre todo, Francia se encuentra de pronto con la tasa de penetración de inversionistas extranjeros más elevada de todos los grandes países industriales. Así, podemos sonreír por la paradoja cuando con motivo de tal o cual OPA que suscita en Francia un poco de emoción, vuelan las protestas de los inversionistas institucionales en contra de la famosa “timidez” francesa. Ya en la época del fordismo era posible afirmar que “Francia era el mejor alumno de Taylor y de Ford”.<sup>17</sup>

*Cuadro 2. La penetración de los fondos de pensión angloamericanos en la estructura financiera de las empresas francesas\**

1. Estructura de la tenencia de las acciones en 1998 (porcentaje).

	Estados Unidos	Alemania	Reino Unido	Francia
Familias	45.6	13	16	11.1
Fondos de pensión, aseguradoras, fondos de inversión.	55.8	26.1	54	26.6
No residentes	7	11.8	27.8	35.7
Otros	1.6	6.1	0.8	8.9
Empresas	n.d.	38	1.4	17.7

\* En el mes de junio de 1999 la parte de las acciones cotizadas detentadas por los no residentes era de 36.3%, según la encuesta sobre títulos de la Banque de France.

Fuente: Bancos centrales/procesamiento CDC.

<sup>17</sup> Cf. *Made in France*, cap. 2.

2. El lugar de los accionistas extranjeros después del desbloqueo de los núcleos duros: algunos ejemplos (1998, en porcentaje del capital social).

Sector bancario	Aseguradoras		Industria y servicios	
Dexia	50.4	AGF	42*	Alcatel*
Société Générale	48	Axa-UAP	37.6*	Elf-Aquitaine
CCF	46,4			Saint-Gobain
Suez Lyonnaise*	39			Générale des Eaux* **
BNP	45			Suez-Lyonnaise des eaux
Paribas	38*			Rhône-Poulenc
				France Telecom
				Usinor
				Thomson-CSF
				15.5

Fuentes: Loumel y Morin, 1999 (cifras de 1997, indicado por \*).

Por una cruel ironía, la emancipación del capital francés con respecto a la tutela pública —tan ardientemente anhelada por los partidarios de la modernización liberal— se efectuó de una manera muy particular, pues llevó a otra dependencia, regulada por una norma extranjera, estadounidense en este caso, que transforma la valorización accionario en el alfa y omega de los reajustes de actividades. Así, pasamos de una “excepción” a otra, con un capitalismo que se presenta (desde el punto de vista de la estructura financiera de la propiedad del capital) como uno de los más abiertos del planeta.

Finalmente, el eslabonamiento “privatización / desbloqueo de los núcleos duros / entrada masiva de los fondos de pensión extranjeros en el capital de las grandes empresas” trastocó profundamente la configuración tradicional del capitalismo francés. Así, pasamos “de un capitalismo de redes financieras” (controlado por el poder público y por un estrato de accionistas nacional y estable) a un “capitalismo de mercados financieros” (Loumel y Morin, 1999), abierto al gran océano del mundo financiero internacional. Esta mutación consagraría el poderío, ahora también en el territorio francés, de los inversionistas institucionales,<sup>18</sup> gestores de una formidable acumulación de ahorro y convertidos en los intermediarios obligados de la administración de los patrimonios.

<sup>18</sup> Para una visión conjunta de su naturaleza y función, véase Boubel y Ponsard (2003).

### b) Condiciones permisivas y procesos colaterales

Sin aspirar a la exhaustividad, es necesario mencionar algunas otras transformaciones mayores, paralelas a las que acabamos de mencionar en la propiedad del capital, pues son constitutivas del paso al régimen de poder financiero liberalizado.

Entre las mutaciones de primera importancia, cabe mencionar la formación de los mercados monetarios especializados, al finalizar la paridad fija oro/dólar de 1971, con lo que se abrió paso al régimen de cambios flotantes. Éstos alimentarán una actividad sumamente especulativa: en el mercado del cambio de divisas, de los aproximadamente 1 100 a 1 300 miles de millones de dólares de movimientos cotidianos de divisas, menos de 10% está justificado por las necesidades de pago del comercio internacional. La formación de múltiples mercados monetarios especializados (y de sus “derivados”) vino a alimentar innovaciones permanentes en la gestión de las carteras monetarias, con las múltiples técnicas que permiten distintas formas de seguros, de coberturas de riesgos de cambio o de posicionamiento (“futuros”) en distintos horizontes de tiempo.

La titulización o bursatilización de la deuda pública constituyó sin duda alguna —junto con las privatizaciones— el otro impacto mayor que contribuyó a la metamorfosis del capitalismo francés. Fue puesta en práctica por los poderes públicos franceses —que seguían en esto los pasos del Departamento del Tesoro estadounidense— para hacer frente a los bruscos agravamientos de los déficit públicos que se manifestaron a mediados de las décadas de los ochenta y noventa. Así, fueron los poderes públicos mismos los que unieron su suerte a la del régimen del mundo financiero liberalizado, a cuya entronización habían contribuido, y no podemos dejar de señalar la importancia mayor de este hecho. En efecto, al ser beneficiario directo del nuevo régimen, el poder público demostró ser un artesano más convencido aún del desarrollo de los mercados financieros, precisamente porque integró sus prácticas en el corazón mismo de las modalidades de financiamiento de la acción pública. En ciertos aspectos, la titulización de la deuda es uno de los efectos directos de la política de desinflación competitiva iniciada a partir de 1983. Como se sabe, si esta política alcanzó su objetivo en contra de la inflación, fue a costa de una fuerte desaceleración del crecimiento, de un brusco aumento del desempleo y de una degradación acelerada de las finanzas públicas (Taddei y Coriat, 1993). Para enfrentar sus déficit, los poderes públicos decidieron en aquel entonces dirigirse resueltamente a los inversionistas internacionales, y a los más importantes de ellos, cuyo poderoso ascenso se efectuaba

en el mismo periodo: los inversionistas institucionales, los fondos de pensión y otros fondos de inversión.<sup>19</sup>

Finalmente, gracias al establecimiento de un gran número de nuevos instrumentos financieros, el recurrir a los mercados financieros se volvió cada vez más masivo y frecuente para empresas de todos los tamaños, ya cotizadas o no.

Para facilitar esta evolución, se procedió a la promoción o al reacomodo de los “primer” y “segundo” mercados, del “nuevo mercado”, del “mercado libre” (sucesor desde 1996 del “mercado fuera de Bolsa”), al mismo tiempo que fue reorganizada la red de “bolsas regionales”, o que fueron introducidos nuevos instrumentos financieros para drenar el ahorro de los hogares hacia las inversiones financieras o para garantizar la promoción de empresas nuevas y con fama de “innovadoras”. Una actividad reglamentaria y legislativa intensa y precoz (las primeras medidas de importancia datan de mediados de la década de los ochenta, momento en que se preparaba el Acta Única) fue continuamente desplegada para garantizar la desintermediación bancaria y la imposición directa del mundo financiero.<sup>20</sup> Esta actividad fue proseguida mucho más allá del cambio de la regulación nacional. Es así como en 2000, la formación de Euronext (por fusión de las plazas bursátiles de París, Ámsterdam y Bruselas), después en 2002 la fusión con la bolsa portuguesa y la recompra de LIFFE (Mercado Londinense de Opciones y Futuros), y finalmente en 2006 la alianza con el NYSE, van a constituir pasos decisivos hacia la “globalización” de la plaza financiera parisina. Ante esta oferta, cada vez más profunda y diversificada, el comportamiento de las familias se modificó. Y esto de más buena gana desde que poderosos incentivos (en términos de exoneraciones de cargas sociales o fiscales) fueron instrumentados para hacer “migrar” el ahorro y el comportamiento de las familias hacia las nuevas oportunidades de inversiones financieras, ámbitos en los cuales tradicionalmente el ahorro francés manifestaba verdaderas reticencias.<sup>21</sup> Según el informe de Billigant y de Foucault “sólo tomando en cuenta el ‘ahorro salarial’ (que incluye las inversiones efectuadas en forma de participación en los beneficios y

<sup>19</sup> Es así como, en Francia, la posesión de títulos públicos por inversionistas extranjeros pasa de 0 % (antes de la titulización) en 1979 a 31.8 % del total en 1992 (Cuentas de Nación, 1993).

<sup>20</sup> Es también en este marco que se debe interpretar la instrumentación, desde 1986, de mercados de productos derivados sobre la acción (MONEP) y obligaciones (MATIF).

<sup>21</sup> Aquí aludimos a las fórmulas propuestas con respecto al tema de los seguros de vida, las que se refieren a los planes de ahorro de empresas (las cuales retomaremos más adelante). También aludimos a la inversión en OPCVM que en este momento, como sabemos, constituye en Francia la vía principal para la migración del ahorro de las familias hacia los mercados financieros.

de Planes de Ahorro de Empresa)... los 45 mil millones de francos —de inversiones estimadas— cuestan 20 mil millones en términos de exoneraciones de cargas sociales (30 mil millones con el financiamiento de las jubilaciones) y casi 5 mil millones en términos de exoneración fiscal” (Billigant y De Foucault, 2000).

Así, el Estado francés, que en otros tiempos se mostraba tan quisquilloso en defensa de su territorio, parece ahora un secuaz violento que participa en su propia aniquilación como actor industrial. Si consideramos las privatizaciones, la titulización de la deuda pública, la reforma general de los mercados bursátiles y monetarios para incrementar su profundidad y su liquidez, así como las medidas fiscales destinadas a hacer migrar el ahorro de las familias hacia los mercados financieros, nos encontramos ante un conjunto impresionante de nuevas reglamentaciones que apuntalan la instalación del nuevo régimen de poder financiero liberalizado.<sup>22</sup>

Esas mutaciones y reformas, orientadas a favorecer las ganancias de las inversiones financieras van a provocar un formidable desplazamiento del reparto del valor agregado entre, parte salarial y las ganancias del capital, de una amplitud de aproximadamente 10 puntos. Este brusco cambio del reparto en favor de las ganancias constituiría un nuevo dato estructural de los años noventa (CAE, 1999), cuyos efectos catastróficos siguen manifestándose hoy en todo su esplendor, al no haber sido realizada ninguna corrección.

## **2. El significado de los cambios: “titulización” y liquidez**

Si designamos estos cambios por su concepto, podríamos decir que estamos ante una mutación continua, que avanza acelerada y bruscamente: la “titulización” de los valores económicos. Es ella la que constituye a la vez el soporte y el vector clave de la transformación de las formas sociales que estamos presenciando. Precisemos que entendemos aquí la noción de titulización en un sentido amplio. Más allá del significado técnico que le fue atribuido inicialmente, designamos con este término el conjunto de los procesos por medio de los cuales valores,

<sup>22</sup> A la luz de esto, las declaraciones y luego la propuesta de ley del señor Jospin durante el año 2000 de instalar “nuevas regulaciones” ¡no podían evitar parecer bastante anticuadas! En efecto, mucho tiempo antes de este anuncio, un conjunto compacto, coherente y diversificado de “nuevas regulaciones” había sido instalado para garantizar el paso hacia el predominio del mundo financiero. Así, desde el señor Bérégovoy hasta el señor Jospin, pasando por los señores Chirac y Balladur, la continuidad de la acción supera claramente las diferencias. Una misma inspiración y una misma visión domina entonces a las élites francesas.

deudas y patrimonios son representados en títulos negociables cuyas cotizaciones están determinadas por los mercados, se trate de mercados financieros organizados y regulados o, más a menudo y prosaicamente, de mercados no organizados, los mercados OTC (*over the counter*), más rústicos y menos líquidos, llevados por bancos o establecimientos especializados de diversa índole, en una infinita variedad de títulos (*cf. cuadro 3*).

La noción de titulización debe ser considerada aquí en una dimensión doble. Por una parte, expresa un cambio de régimen en las relaciones entre bancos, finanzas y empresas, al afirmar el declive de la intermediación bancaria y el vigoroso ascenso del poder financiero directo. Por otra parte, y de manera complementaria, al proceder a “representaciones del valor” en títulos negociables, la titulización se convierte en un espacio particular (y a menudo central) del despliegue de las estrategias de los actores y del enfrentamiento de los intereses.

Así, la titulización aparece finalmente como uno de los protocolos centrales a partir de los cuales el poder financiero logra “normar” la actividad económica, al someterla a sus propias exigencias. Al asignar a toda actividad una “magnitud” negociable en un mercado, el mundo financiero realiza su ideal de liquidez y a la vez impone su marca en un vasto conjunto de prácticas económicas y de comportamientos que hasta entonces dependían de otro orden y de otros principios de gobernanza.<sup>23</sup>

La instauración de nuevas normas contables es un momento clave de esta instalación del poder financiero. Al imponer la evaluación de los activos a su famoso “justo valor” (contra el valor “histórico”), los activos son evaluados a un supuesto valor actual, utilizable inmediatamente para transacciones de mercado. En este sentido, las nuevas normas contables satisfacen las demandas y las exigencias de los inversionistas y permiten dar nuevos pasos en el proceso de mercantilización general que tiene al poder financiero como vector. Una vez más, el punto merece ser subrayado: la función de la Comisión Europea fue decisiva para imponer esta práctica a ciertas categorías de actores (a los bancos en particular), a menudo reticentes. Heraldo de los inversionistas institucionales, la comi-

<sup>23</sup> La banca comercial misma ve su oficio profundamente trastocado. Ahora sus ingresos provienen sobre todo de “comisiones” más que de la remuneración (en forma de intereses) de su actividad de préstamo. He aquí el advenimiento de este nuevo híbrido del mundo financiero: la “banca dividendo” (Commissariat Général du Plan, 1996). En periodo de crisis, es el banco central mismo el que se encuentra prácticamente secuestrado, obligado por sus intervenciones (apertura de líneas de crédito, baja de las tasas, etc.) a plegarse a las necesidades de los agentes financieros privados (Morin, 2006).

**Cuadro 3. Títulos y “titulización”: ¿de qué estamos hablando?**

En su primer sentido, el término “titulización” o “bursatilización”, designa una práctica bancaria importada de los Estados Unidos (*securitization*, en inglés) a partir de la cual un establecimiento de crédito retira de su balance créditos de un mismo tipo, los agrupa en un fondo común de crédito y emite al público o ante inversionistas institucionales títulos negociables representativos de este fondo. Por medio de esta técnica, el establecimiento bancario se desprende del lastre de los créditos vencidos, mejora su liquidez y transfiere el riesgo que corresponde a dichos créditos hacia los compradores de títulos. Punto no desdenable, ya que mediante este método el establecimiento que lleva a cabo la titulización mejora también sus rangos de gestión, al liberarse de los créditos que pesan sobre su balance.

De manera similar, se ha hablado de titulización de la deuda pública cuando ésta fue convertida en bonos negociables ofrecidos al público y cuya adquisición está abierta a los no residentes. Una vez más, esta práctica llegó de Estados Unidos a inicios de los años ochenta (en la época de los pesados *twin deficits*), y se difundió en Europa, particularmente en Francia, en la década de los ochenta, luego de los noventa, cuando debido a la recesión y al desempleo los déficit públicos se agravaron.

Estas prácticas se desarrollaron considerablemente en el curso de los años recientes para englobar todo tipo de créditos (en particular los hipotecarios) ostentados por empresas o instituciones financieras con el objetivo de incrementar su liquidez y de transferir y compartir los riesgos correspondientes a los créditos (Autoridad de los Mercados Financieros, 2005a). Los famosos *subprimes*, que se encuentran por cierto en el centro de la tempestad financiera actual (octubre de 2008), no son sino una de las múltiples prácticas a las cuales dio lugar la titulización en el curso de las dos décadas pasadas.

Más allá de esta definición “técnica”, y por extensión, consideraremos aquí que pertenecen al ámbito de la titulización todos los procesos por los cuales activos tangibles o intangibles, públicos o privados, tanto de las empresas como de las familias, son transformados en títulos negociables en los mercados, que van a garantizar la mercantilización de estos activos en grados más o menos elevados de liquidez. Esta definición muy extensa va más allá de la noción de titulización de los créditos entendida en el sentido clásico del término, para cubrir cualquier forma de mercantilización de activos (sin que se limite a los créditos). Se puede referir a bienes extremadamente variados: desde una cartera de patentes hasta una cava de champaña. Estas prácticas tienen entonces en común que consisten en emitir papeles negociables cuyos emisores tienen el objetivo de desbloquear capital e incrementar al mismo tiempo la liquidez de estos activos.

sión tuvo, sin embargo, que renegar de ellos espectacularmente, cuando en octubre de 2008, en pleno tornado financiero, tuvo que admitir sus errores y suspender la aplicación de una directiva por la cual había luchado ardua y largamente.

Celebrada por doquier durante años como una innovación mayor capaz de aportar liquidez y flexibilidad a los agentes —y de garantizar a la vez una nueva gestión de los riesgos— la titulización, con el estallido brutal de la crisis de las *subprimes*, liberaría el enorme potencial de rupturas y destrucciones de las cuales era constitucionalmente portadora. Al permitir transferir a terceros los riesgos virtuales del crédito, y distribuir así los riesgos hacia agentes con solvencia dudosa o inexistente, la titulización resultaría una formidable máquina de arruinar las relaciones entre agentes. Es así como, apenas unos años después, los mismos apologistas de la titulización, que alababan las virtudes de la innovación financiera conducida por la desregulación, de pronto ya no hablaron de los productos financieros engendrados por esa misma desregulación, sino que los tacharon de “activos tóxicos” que infestaron la economía mundial.

**3. Despues de 2001: profundización y ascenso de una nueva generación de inversionistas institucionales**

En la historia de la instalación del poder financiero, el periodo posterior a 2001, en Francia como en el mundo, marca la entrada a una nueva etapa. La explosión en 2001 de la burbuja formada en el mercado de los títulos patrimoniales (y en primer lugar de los títulos de valores tecnológicos) provocó una brusca desvalorización. Al mismo tiempo, en mercados que se habían vuelto fuertemente volátiles e inestables, surgirían oportunidades renovadas y extendidas de especulación.

Al lado de los inversionistas institucionales clásicos de la primera generación —fondos de pensión, fondos de inversión (OPCVM en Francia), compañías de seguros— se afirmarán entonces nuevos tipos de fondos de inversión: los *hedge funds* por una parte, y los fondos de *private equity* por la otra.

Los *hedge funds* ocuparían un lugar central por dos motivos:

- El primero, sin duda, alguna se debe al hecho de que pueden actuar fuera de toda reglamentación. Después de 2001, los escándalos financieros que acompañaron la explosión de la burbuja en el Nasdaq (Enron, Worldcom, en Estados Unidos, Parmalat en Europa...), suscitaron la formación de una nueva legislación (en Estados Unidos, la ley Sarbanes-Oxley), que se tradujo en un grave endurecimiento de la responsabilidad personal

de los directivos. En este contexto, el *safe harbour*, que constituye el *hedge fund*, al escapar a estas reglamentaciones, resultó sumamente atractivo. Numerosos inversionistas institucionales y de bancos reglamentados recurrieron así a los *hedge funds* (aunque los tuvieran que montar a menudo de cabo a rabo) para dotarse de márgenes adicionales de acción.

- El segundo es que la multiplicación de los riesgos generados por la volatilidad de los mercados abrió un vasto espacio a los instrumentos de “cobertura” y de transferencia de riesgos. La explosión del mercado de los derivados —productos altamente complejos y en general muy difíciles de rastrear— viene de ahí. Los *hedge funds* se especializaron en operar en esos mercados sumamente especulativos y lucrativos, y verán crecer su papel, pues los bancos y los inversionistas institucionales más clásicos (de la primera generación) recurrirán a ellos para incrementar sus márgenes.

Los fondos de *private equity* comparten con los *hedge funds* una serie de características, empezando por su capacidad de operar fuera de toda reglamentación. Se distinguen sin embargo de los *hedge funds* por el hecho de que, en lo esencial, proceden a adquisiciones en mercados no reglamentados y con activos no cotizados. Las grandes empresas familiares —en el momento, siempre delicado para ellas, de las transmisiones hacia nuevas generaciones de propietarios y dirigentes— son su blanco privilegiado. En ese mercado, como en el de las empresas no cotizadas, los fondos de *private equity* están orientados a la adquisición de las partes ampliamente mayoritarias que permiten, finalmente, el retiro rápido de la cotización y en todos los casos el control absoluto de la dirección de las empresas. Y es que, a diferencia de los inversionistas institucionales de primera generación, los fondos que operan sobre el *private equity* son por naturaleza y por vocación fondos fuertemente agresivos. No toman el control de una empresa más que para reestructurarla profundamente y volver a venderla con ganancias. De ahí otra característica del *private equity*: la parte de fondos propios invertidos es en general reducida. Las adquisiciones se hacen sobre la base del endeudamiento (ante bancos o bien ante otros establecimientos financieros prestamistas), sobre la base de LBO (*leveraged buyout*, compras financiadas con deuda). Es la ganancia extraída de la empresa la que debe pagar la deuda contraída. La reventa de la empresa después de la restructuración permite pagar la deuda (cuando todavía existe) y desprender confortables ganancias compartidas entre los inversionistas.

Incluso si, tanto para el *private equity* como para los *hedge funds*, los grandes actores son estadounidenses, éstos marcarían fuertemente la actividad financiera en Francia. Es así como se vio caer los valores bursátiles siete puntos, cuando la Société Générale anunció que dos de sus *hedge funds* fueron puestos en liquidación debido a la crisis de los *subprimes*. Qué mejor prueba de la imbricación completa del mundo financiero francés con su hermano mayor estadounidense.

Es importante precisar también que Wendel (cuyos principales accionistas no son sino el antiguo presidente del Medef, el barón Seilliére y su familia) es el fondo de inversión que sirvió de embajada en Francia para la entrada de los fondos de *equity* estadounidenses al mercado francés de las adquisiciones. Al asociarse a KKR para adquirir la empresa Legrand, Wendel abrió a los fondos estadounidenses la oportunidad de realizar el más grande LBO que haya tenido jamás lugar en suelo francés, dando él mismo el toque final a su transformación en fondos de capital de inversión centrados en el LBO. Todo o casi en esta operación reviste una dimensión emblemática de los nuevos tiempos.

Legrand, empresa familiar que se desarrolló en Limousin, se convirtió pronto en un actor mayor en el ámbito del suministro de material eléctrico de baja tensión para el sector de la construcción. Sin embargo, la empresa experimentaba verdaderas dificultades para mantenerse en el contexto europeo ante los gigantes Schneider o Siemens. A principios del año 2000, retirada de la cotización en el CAC 40, buscaba un socio. Lo encontró en 2000: Schneider, más bien orientado hacia la electricidad de alta tensión, adquirió en ese momento la empresa Legrand con motivo de una OPA amistosa materializada en forma de intercambio de títulos. Sin embargo, esta adquisición no sería del gusto de la Dirección General de la Competencia (DGC) de la Unión Europea. Bajo la autoridad puntillosa de Mario Monti, la DGC practicaba en aquel entonces una política de un rigor extremo, puesta completamente al servicio de la liberalización de los mercados.<sup>24</sup> En este contexto, la empresa Wendel, que estaba terminando su mutación a fondos de *equity*, preparó —con KKR— una adquisición bajo la forma de LBO. Nada faltaba en el montaje: recursos masivos al crédito bancario (los fondos franceses y estadounidenses no desembolsarían cada uno sino 650 millones de

<sup>24</sup> Este episodio, así como en general la política de competencia practicada por Mario Monti, es presentado en otro artículo (B. Coriat, 2004). Cabe señalar que Schneider, quien interpuso una queja contra la comisión, acabó por ganar el caso, hecho rarísimo en la historia de la Unión Europea. La decisión de la administración de Monti fue revocada y la comisión condenada a indemnizar a Schneider.

euros, lo que les garantizaría 75% de las partes de la sociedad para una compañía valuada en 3 700 millones); restructuración del grupo en 10 compañías distintas para extraer las máximas ventajas fiscales;<sup>25</sup> fuerte implicación financiera de los directivos en el capital de la nueva sociedad; remuneración bajo forma de *stocks options*; rentabilidad exigida de 10% por año (so pena de pérdidas de los capitales invertidos, para los directivos), un verdadero concentrado de las mil y un recetas del nuevo poder financiero y de sus modos propios de acción y de gestión. Luego vendría lo demás: desverticalización, paso a la subcontratación de actividades que antaño se desarrollaban internamente, reubicaciones hacia China. La operación fue un éxito. Reintroducida en la bolsa, la sociedad, adquirida por 3.7 mil millones de euros, sería valuada a inicios de 2007 en aproximadamente 6 mil millones de euros.<sup>26</sup>

Más allá de este episodio singular, mencionado aquí a manera de ejemplo, la adición de las prácticas de fondos variados, de origen y de vocación diferente, así como su penetración masiva en el mercado francés, van a trastocar el funcionamiento de dicho mercado.

## II. LA ERA DE LOS “MECANOS FINANCIEROS”: LA RUPTURA DEL MODELO DE ORGANIZACIÓN INDUSTRIAL A LA FRANCESCA

Después de haber recordado cómo el mundo financiero se convirtió poco a poco en amo y señor de la situación, nos proponemos mostrar aquí cómo va a dominar el comportamiento de las empresas y a plasmar un tipo de organización industrial propicio para la consecución de sus propios fines. Después de haber evidenciado la manera en que la titulización favoreció el surgimiento de una “nueva función objetivo” de los directivos, mostramos cómo van a desplegarse nuevas formas de coordinación de las relaciones entre empresas. Nos encontramos lejos, muy lejos de las coordinaciones de la época del fordismo que se regían, en el caso francés, por imperativos industriales y de afirmación de “grandes proyectos” concebidos como las

<sup>25</sup> Recordemos que el servicio tributario francés permite a las empresas deducir de las ganancias gravables las sumas pagadas en razón del reembolso de los préstamos contraídos. De ahí que cuando se recurre a las LBO (*leveraged buyout*, compras finanziadas con deuda) se den montajes complejos en torno de estas compras para que recaiga el peso de la deuda sobre la empresa adquirida; la deuda misma permitió su adquisición por parte de terceros.

<sup>26</sup> Véase Godeluck y Escande (2008), quienes analizan en detalle este episodio. Para una presentación del *private equity*, véase CAE (2008). Este informe consiste en un largo alegato (acompañado de numerosas recomendaciones) a favor de su desarrollo en Francia.

puntas de lanza de la competitividad internacional, como marca de fábrica, de alguna manera, del “modelo” industrial francés de los gloriosos años treinta.

### 1. La “nueva función-objetivo” de los directivos y su institucionalización

Ante el surgimiento de una nueva estructura de propiedad del capital, caracterizada en lo sucesivo por activos fraccionados entre las manos de los detentores de partes, atomizados y anónimos, pero cuya representación en lo que atañe a los títulos patrimoniales recae en algunos grandes gestores profesionales, los directivos de las empresas se verán atrapados en un juego de tensiones y de imperativos ampliamente renovados. En sus deliberaciones, el directivo tendrá que arbitrar ahora en términos de una “función-objetivo” que, aunque sigue incluyendo en sus argumentos dimensiones múltiples, se organiza en lo sucesivo en torno de un eje mayor: el de la promoción del “valor accionario”, es decir, una vez más, de la promoción en la bolsa de los títulos y sus rendimientos (Ponsard y Zarłowski, 1999; Baudru y Morin, 1999; Lordon, 2000). Pues, aunque en la práctica son muchas las inercias y las resistencias que siguen manifestándose, la sumisión a la nueva ley del mundo financiero va a afirmarse más radicalmente en tanto se hayan instrumentado técnicas eficaces para garantizar la anuencia del directivo, quien está interesado ya no en el desarrollo de las actividades de la empresa, sino primero y ante todo en su “valor representado” en los mercados especializados en donde se intercambian los títulos patrimoniales u obligaciones. El poder de las *stock options* distribuidas a los directivos cumple aquí su función: hicieron furor las técnicas de gestión orientadas sobre todo hacia el desarrollo del “valor accionario”.<sup>27</sup>

A partir de un conjunto de prácticas de gestión ampliamente renovadas —entre ellas, la famosísima EVA—<sup>28</sup> se persigue un doble objetivo:

- Obtener en el mercado la valuación más elevada posible de los títulos, para garantizar la inversión de los accionistas, retenerlos y atraer algunos nuevos, lo cual impulsa el ciclo de valorización de los títulos.

<sup>27</sup> Este punto es retomado y desarrollado líneas más adelante. Recordemos aquí solamente que fue bajo el gobierno de Jospin cuando fue instrumentada la primera reglamentación que permite la implantación y la distribución de *stocks options* (reglamentación tan generosa, desde un punto de vista fiscal, que actualmente está fuertemente cuestionada).

<sup>28</sup> En Lordon (2000) se encontrará un análisis detallado de este modo particular de gestión, dominado por los imperativos de la *share value*.

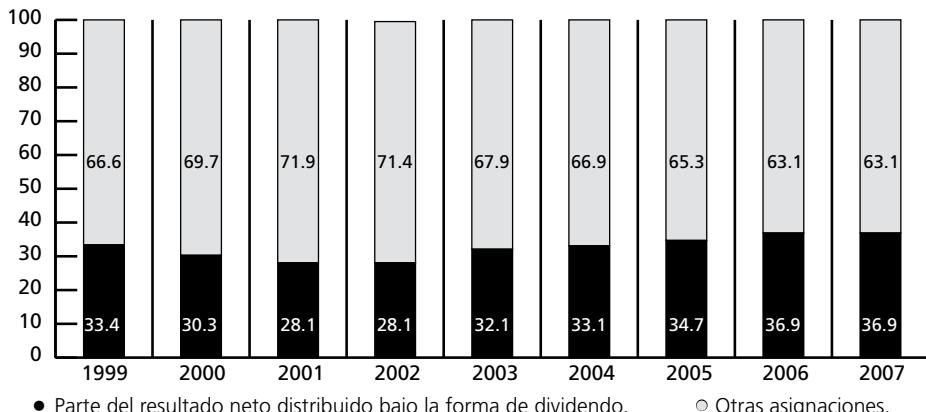
- Incitar a los directivos a generar el nivel de efectivo disponible lo más alto que se pueda al final del ejercicio (después de cubrir todos los costos, incluidos los impuestos); poner dicho efectivo a disposición de los accionistas, sobre todo los minoritarios, y permitir que la discreción en la disponibilidad de este efectivo pase de las manos de los *insiders* (directivos y accionistas “vitalicios”) a las de los “*outsiders*”. Éstos últimos, ya sean pequeños portadores anónimos o bien, sobre todo, inversionistas institucionales, no tienen ninguna vocación para inmovilizar perpetuamente sus inversiones financieras en una colocación en particular. Debiendo a su estatus de “minoritarios” y de “*outsiders*”, los inversionistas institucionales, para conservar a los clientes cuyos ahorros manejan, deben arreglárselas para que el efectivo, y su distribución en forma de dividendos, se mantengan en niveles elevados. Cada quien debe contabilizar sus resultados ante sus mandantes, y la competencia entre fondos mantiene la exigencia de rentabilidad de las inversiones en el nivel más alto.

La distribución de los dividendos entre los accionistas —un indicador clave de la “financiación” de las empresas— conoce en Francia un auge notorio. En efecto, aunque la tasa mediana para el conjunto de las empresas del CAC se situó en un nivel que es alto aunque todavía mesurado (36.9% en 2007, pero en aumento continuo desde 2002, después de la reactivación que siguió a la crisis de 2001) esta media oculta variaciones sumamente importantes. Es así como, si consideramos las 10 primeras empresas, las tasas de distribución de los dividendos son extraordinariamente altas y se sitúan entre 40 y 60% (desde 41.05% para Pernod Ricard hasta 58.13% para Accor). La tasa media (36.9%) se explica entonces por el hecho de que si consideramos las 10 últimas empresas, varias compañías del CAC no distribuyeron dividendos al haber sufrido pérdidas importantes en el curso de varios años (el caso en particular de Alcatel y de Alstom). El detalle de las tasas de distribución es presentado en el cuadro 4.

A fin de garantizar que los objetivos de maximización del valor accionario y de distribución de efectivo serán efectivamente prioritarios para las empresas, los detentores de títulos financieros toman algunas medidas. Es así como, por instigación suya, asistimos a la instalación de dos series de mutaciones en las formas institucionales que presiden la dirección de las empresas. A nivel del gobierno de la empresa, se instauran nuevas formas de remuneración de los dirigentes (*stocks options*). El efecto conjugado de estas novedades (incluso si la atribución de *stocks options*, consideradas demasiado elevadas, estuvo a veces

Cuadro 4

## 1. Evolución de la tasa de distribución mediana del conjunto de las sociedades del CAC 40.



● Parte del resultado neto distribuido bajo la forma de dividendo.

○ Otras asignaciones.

## 2. Tasa de distribución mediana de cada una de las sociedades del CAC 40 (1999-2007)\*

	Sociedades	Tasa	Sociedades	Tasa	
1	Accor	58.13	21	Cap Gemini	32.89
2	Schneid er Electric	50.74	22	EADS	32.6
3	Unibail-Rodamco	50.18	23	Lafarge	31.39
4	Sanofi- Aventis	49.75	24	Carrefour	30.27
5	GDF	46.58	25	PPR	29.93
6	Véolia Environ	43.41	26	L Oréal	29.87
7	Air Liquido	42.9	27	Michelin	29.79
8	Suez	42.63	28	Essior	29.51
9	Dexia	41.4	29	Bouygues	25.28
10	Pernod Ricard	41.05	30	Lagardére	24.64
11	Société Générale	39.68	31	EDF	22.1
12	France Telecom	39.44	32	Peugeot	21.03
13	AXA	38.52	33	Vivendi	20.5
14	Total	37.11	34	Renault	17.69
15	Danone	36.15	35	Vallourec	14.18
16	Crédit Agricole	36.02	36	S Tmicroelectronics	13.75
17	Saint Gobain	35.29	37	Air France- KLM	9.58
18	VINCI	34.49	38	Alcatel-Lucent	0
19	LVMH	33.59	39	Alstom	0
20	BNP Paribas	33.05	40	Arcelormittal	(-)

\* Las tasas de distribución corresponden al resultado neto distribuido bajo forma de dividendos. Hemos seleccionado para el periodo estudiado las 40 sociedades cotizadas en el CAC 40 el 1o. de noviembre de 2008.

Fuente: para el resultado neto, FININFO, y para el monto de los dividendos distribuidos, los informes de actividades de las sociedades implicadas. Cálculos del autor.

en el origen de nuevas tensiones entre accionistas y *managers*) va a contribuir a modificar profundamente los modos de toma de decisión y de adhesión a esas decisiones.

En lo que concierne al gobierno de empresas, las cosas se dieron en Francia a un ritmo más bien lento (Coriat, 1995). Los momentos clave fueron los dos informes Viennot.<sup>29</sup> Al leerlos es posible sentir efectivamente cómo la presión del poder financiero es incontenible, si se toma en cuenta la nueva composición de la propiedad del capital, en la que dominan los inversionistas institucionales (*cf.* cuadro 2), y es perceptible que, pese a que los directivos franceses desean conservar el control, saben que esta evolución es inevitable. Todo girará en torno de algunas recomendaciones clave. Se trata por una parte de garantizar el ascenso vigoroso del número de los representantes y de los auditores “externos” en el CA, y por otra parte de constituir comités especializados sobre todo en cuestiones de remuneración de los dirigentes.

Incluso si se trata de una evolución muy “silenciosa”, los datos compilados por Goyer (2001) y presentados en el cuadro 5, muestran la importancia de los cambios ocurridos en el *corporate governance* de las empresas del CAC en los años que siguieron a las privatizaciones.

Los cambios institucionales son una cosa. El hecho de que se traduzcan en los comportamientos esperados de ellos es otra. Para que se traduzca en efectos tangibles, el nuevo poder otorgado a los accionistas minoritarios debe constituir una amenaza creíble. Y la credibilidad se construye sobre el hecho de que la amenaza se cumpla efectivamente. Es así como hay que interpretar, en 1999, el retiro brutal de los fondos de pensión estadounidenses de Alcatel, el cual en unos días produjo una caída del valor accionario de 40%, o bien el hecho de que asistamos con regularidad a retiros significativos en caso de *profit warning* que anuncie ganancias inferiores a aquellas a las cuales los *managers* se habían comprometido.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Un análisis detallado del contenido de estos informes, así como de sus especificidades con respecto a sus equivalentes extranjeros es propuesto en el núm. 141 de la *Revue Française de Gestion* (2002), publicada bajo el título “El accionista”. Sobre este tema, véase también, muy especialmente, Pérez (2003) así como P. Charléty (2001) y O’Sullivan (2002).

<sup>30</sup> La crónica no deja de contabilizar los casos en los que los inversionistas institucionales imponen su ley a los directivos. Un acontecimiento reciente y espectacular de esta larga crónica, verdadero caso emblemático, tiene que ver con el fracaso de la OPA lanzada sobre la LSE por la Deutsche Börse. Los dirigentes de la Deutsche Börse tenían pensado para ello utilizar un monto de 750 millones de euros que quedaban en las cuentas de la bolsa alemana, pero no habían tomado en cuenta los *hedge funds* (*utilities* y TCI, sobre todo) y otros fondos de pensión (entre ellos Fidelity),

Cuadro 5. *Las mutaciones de la Corporate Governance*

1. El ascenso de los administradores que no son managers

País	Porcentaje medio de los administradores que no pertenecen al management	Porcentaje medio de los administradores independientes	1986	1998
Francia–CAC 40	69	82	2	28
Francia–Sociedades privatizadas	(-)	80	(--)	33
Alemania–Dax 30	50	50	n.d.	3
Japón–Top 61	0	4	n.d.	n.d.
Reino Unido–FTSE 350	39	53	n.d.	n.d.
Estados Unidos–S&P 1,500	41	78	n.d.	19

Fuente: Goyer (2001).

2. Composición de los consejos de administración (CAC 40)

Estatus económico / legal de los miembros del consejo	1988	1994	1996	1998
Accionistas o socios industriales	63%	62%	55%	45%
Managers	30%	26%	21%	18%
Representantes de los pequeños portadores de partes	0	1	1	1
Asalariados	4	7	7	8
Administradores independientes	3	5	16	28

Fuente: Goyer (2001).

En lo que se refiere a la introducción de *stocks options* y de fórmulas diversas de ahorro salarial, hay que notar que estas prácticas fueron experimentadas en primer lugar en mercados financieros especializados, orientados a garantizar la promoción de nuevas empresas consideradas innovadoras, y casi siempre por iniciativa del capital riesgo (las famosas *start ups*). Las *stocks options* habían

accionistas de la bolsa alemana y que pretendían que todo ese dinero fuera pagado a los accionistas y/o destinado a recompras de acciones. Lograron su cometido, obteniendo de paso la destitución de los señores Seifert y Beuer, principales directivos de la bolsa alemana. El episodio está narrado en detalle en el *Financial Times* del 25 de mayo de 2005, que concluye su análisis observando que “... los accionistas rebeldes alcanzaron sus objetivos de corto plazo, pero a costa de posponer indefinidamente el surgimiento de una plaza financiera poderosa en Europa”.

sido creadas para reducir, en la medida de lo posible, los costos “fijos” (sobre todo los salariales) que podían frenar el desarrollo de esas empresas, estabilizando a la vez las fórmulas lo más incitativas posibles para un personal muy reducido y al cual eran prometidas muy fuertes retribuciones en caso de éxito. La difusión de esas prácticas en el seno de grupos estabilizados de varios miles de asalariados, al limitar sus beneficios a una pequeña minoría de directivos, modifica profundamente su carácter. Ya no se trata de aquellas fórmulas orientadas a permitir una oportunidad a empresas nuevas, sino de transformaciones que modifican a profundidad la naturaleza clásica del “pacto social” que unía a los asalariados. Éste es bruscamente eliminado de un plumazo. La *stock option* significa el fin de la ideología de la empresa como “comunidad de destino”. A partir del momento en que una reducidísima minoría se apropiá de lo esencial de un valor creado, a menudo despidiendo sistemáticamente a una parte de los efectivos, la oposición de los intereses se reintroduce en la empresa abiertamente y en grande. Incluso cuando una parte del valor creado es distribuido a partir de diversas fórmulas de ahorro salarial, el principio de una escisión fundamental entre los asalariados persiste. Con la difusión de estas prácticas —una vez más contemporáneas de la hegemonía del mundo financiero— se esboza una división nueva en el seno del cuerpo de los asalariados entre, por una parte, los “*in*” (los nuevos “asalariados accionistas”) y, por otra, los demás, los “*out*” (la mano de obra que no dispone de la estabilidad de empleo o de los niveles de ingreso suficientes para beneficiarse de los fondos de inversión de la empresa). Para los nuevos “*in*”, el ingreso mismo sufre una mutación mayor pues se pasa del salario a la retribución: una parte a menudo importante del ingreso está efectivamente constituido en lo sucesivo no por una cuota “fija” con respecto al producto social (el salario más o menos indexado a la inflación y a la productividad), sino por un ingreso variable vinculado con la rentabilidad y con las evoluciones de las inversiones financieras.

En estos cambios se mide la importancia de la mutación: las formas sociales que codifican la relación salarial y que tradicionalmente tejían el “vínculo social”, tanto dentro como fuera de la empresa, están ahora ampliamente determinadas por las necesidades del mundo financiero y por las innovaciones cuya promoción ha garantizado para satisfacer sus propios requerimientos. Estas innovaciones se extienden ahora mucho más allá del simple mercado de los fondos prestables y de sus esferas de actividades tradicionales. La similitud con la que había presidido la instalación del régimen de acumulación “anterior”, el fordismo, no puede aquí sino ser subrayada. Así como, desde el inicio del siglo hasta la

posguerra (con la creación del *five dollars day* luego del contrato tipo UAW-GM) es el automóvil, sector de la producción masiva por excelencia, el que estaba en el origen de las innovaciones en materia de fórmulas salariales que se difundirían posteriormente (Coriat, 1994), hoy que constatar que ahora es el mundo financiero el que desempeña esa función. Las innovaciones que produjo en materia de retribución, limitadas en un inicio a la iniciativa del capital riesgo y a la promoción de las *start-up*, se difunden paulatinamente para adquirir luego un estatus de normas impuestas por doquier.

Es esencial notar que, hoy como ayer, el poder público desempeña una función mayor en la difusión de las nuevas normas. Así como en el pasado el *five dollars day* no pudo transformarse en el sistema complejo y fuertemente institucionalizado del colectivo y del *connective bargaining* sin intervención del estado, así hoy la *stock option* y el plan de ahorro salarial no se desarrollan y no se afirman sino a partir una serie de mutaciones introducidas e institucionalmente garantizadas por el poder público: los fuertes incentivos (sobre todo fiscales) a favor de la rentabilidad del capital y de la inversión financiera son en este sentido de primera importancia. Los estímulos fiscales instrumentados para garantizar el vuelco del ahorro de los asalariados hacia los planes de ahorro de empresas son representativos de las medidas que fueron tomadas y nos permiten darnos cuenta de su envergadura (con respecto a este punto, véase el informe Dilligant y Foucault ya citado).

## **2. “La gran ruptura”: los nuevos modos de la coordinación interempresas y sus efectos**

Desmaterializando la empresa, fraccionándola entre detentores múltiples y dispersos y garantizando la negociabilidad y la liquidez de los valores disgregados, que de esa manera se tornan disponibles, la titulización —bajo la dirección de los detentores de títulos— permitirá orientaciones completamente nuevas para el comportamiento de las empresas. Éstas parecen operar obedeciendo a determinaciones que pueden ser esquematizadas de la siguiente manera. Aunque hay un mantenimiento de los objetivos estratégicos —particularmente en las grandes empresas— hay también —y por definición— actividades que ya no tienen que ver con la gestión de los activos que se valoren como tales en los mercados especializados. Además, y sean cuales sean estos objetivos estratégicos, el hecho nuevo es que los activos más importantes de la empresa están definidos siguiendo reglas de bases nuevas y drásticas: las de tener que garantizar tasas de rentabi-

lidad extremadamente altas.<sup>31</sup> La forma central de modificación de los perímetros de actividades es que la persecución de objetivos estratégicos (o su redefinición) se hace a partir de las oportunidades que siguen estando ampliamente determinadas por las evoluciones relativas del valor accionario de las empresas en actividades análogas o consideradas complementarias. Lo esencial se da a partir de OPA y (mucho más a menudo) de OPE.<sup>32</sup> ¡Ay de las empresas cuyas cotizaciones bajen más allá de ciertos niveles y vuelvan así la actividad “opeable”! Las “sobrevaloraciones”, en cambio, son una oportunidad de adquisición que se transforma en acercamiento: por ejemplo, la fusión AOL-Time Warner, que significó de manera espectacular la entrada en esta nueva era. Debido a que su capitalización había alcanzado niveles disparatados, fue AOL quien tomó el control de Time Warner, cuyo volumen de ventas era entre 4 y 5 veces superior.<sup>33</sup> En Francia, los grupos France y Vivendi ilustran cada uno a su manera la amplitud de los extravíos y de los sinsabores conocidos por los antiguos grandes orgullos del capitalismo francés lanzados al nuevo mundo de la financiación.<sup>34</sup>

<sup>31</sup> El rango de rentabilidad exigida estuvo entre 15 y 18% durante largo tiempo, antes de que reventara lo que se dio en llamar la “burbuja de internet” y las exigencias fueran reducidas apenas un poco. En este sentido, para los inversionistas institucionales se trata menos de perseguir una rentabilidad de corto plazo que de tener niveles de rentabilidad “anormalmente” elevados, no sólo con respecto a las tasas de rentabilidad de los capitales invertidos, sino también con respecto a los resultados promedio del índice bursátil. Para seguir atrayendo el ahorro de los particulares, agujoneados por la competencia entre ellos, los inversionistas profesionales están obligados a una rentabilidad financiera que debe superar ampliamente el índice bursátil. Esta situación ha sido denunciada a menudo como generadora de prácticas malsanas e incluso, en el largo plazo, destructoras. Véase, por ejemplo P. Artus (2006), así como también el antiguo banquero, Peyrelevade (2006).

<sup>32</sup> Se prefiere la OPE, cada vez que esto es posible, pues presenta una ventaja sobre la OPA: la de no tener que movilizar montos de efectivo demasiado importantes (la fusión o la absorción se resuelve, cada vez que se puede, con intercambios de títulos), el pago en efectivo se presenta entonces como el complemento al intercambio de títulos que permite la adhesión de los accionistas indecisos. Cabe señalar aquí que una posición muy clara fue tomada desde hace mucho tiempo por el señor Peyrelevade, en 1999 (en ese momento director del Crédit Lyonnais), cuando solicitaba una modificación de reglamentación en vigor que obligara a pagar en efectivo las operaciones efectuadas en el marco de OPA “hostiles”. Esta toma de posición es notoria, pues emana de un “experto en el negocio”, e indica claramente que la nueva “fluidez” del capitalismo, suscitaba, desde aquel entonces, inquietudes y preocupaciones mucho más allá de las críticas clásicas de los opositores a la globalización financiera.

<sup>33</sup> Sin embargo, con el tiempo y el desmoronamiento de los valores de internet en el Nasdaq, las cosas regresarán al orden. Y “el adquirente” inicial, AOL, no representará pronto más que una simple división de un grupo dominado de nuevo por la Warner.

<sup>34</sup> En el capítulo 3 de la obra citada (Coriat *et al.*, 2006) se reconstituyó el trayecto de estos dos grandes grupos que ejemplifican perfectamente los extravíos producidos por las estrategias centra-

Es así como, en el caso de Francia y más generalmente de Europa, cuando estas nuevas normas de comportamiento se aplican plenamente, asistimos por primera vez al nacimiento de OPA hostiles que trastocan las fronteras hasta entonces estabilizadas de las líneas del frente de la guerra económica. La OPE de la Société Générale sobre la BNP y Paribas, o la de Vodafone sobre Mannesman, marcan en Europa la entrada a esta era nueva, en la que prevalece, ante todo, una lógica financiera. En el caso de la Société Générale, la BNP y Paribas, F. Lordon demostró muy bien que todas las justificaciones económicas (en términos de complementariedades o de sinergias) y sus contrarios pueden ser postulados, según las fases y los movimientos del triángulo a cuyos juegos hemos asistido (Lordon, 2002).

Estas prácticas son todavía más ventajosas porque se llevan a cabo sin —o con muy poco— desembolso de efectivo. La práctica de la OPE se basa en una moneda de intercambio que presenta la particularidad de pertenecer completamente al universo de la “representación”, cuya hegemonía fue garantizada por la titulización.<sup>35</sup>

Como consecuencia de estos cambios, de un día para el otro las estrategias industriales conocen cambios de orientación tan inesperados como radicales. Es el caso de Alactel que primero se compromete en un intento de megafusiones con su *alter ego* estadounidense Lucent, con la intención declarada de dar nacimiento a uno de los más grandes mastodontes del planeta en materia de suministro de equipo de telecomunicación, para decretar, unas semanas más tarde, cuando resulte evidente el fracaso de la megafusión, que en adelante la estrategia adoptada por la empresa consistirá en transformarse en un grupo “frugal” y “ágil”, al convertirse en un grupo “sin fábricas”. Pero unos meses después, para sorpresa de todos, la estrategia “frugal” es abandonada a su vez. Es el regreso al

---

das en el valor accionario. El lector interesado en esta doble y sumamente instructiva saga financiera podrá remitirse a dicho capítulo.

<sup>35</sup> En la época de la burbuja de internet y de la famosa “nueva economía” incluso se produjeron transacciones a partir de lo que se dio en llamar la e-moneda: el valor, formidablemente exagerado, de los títulos de ciertas empresas —bajo la influencia de analistas que habían perdido todo punto de referencia, permitía en efecto las adquisiciones más descabelladas, en condiciones que en aquel entonces parecían muy buenas, antes de que la explosión de la burbuja regresara a todos, a menudo de manera brutal, al suelo. Con respecto a este punto, véase el caso de muchas de las adquisiciones efectuadas por Vivendi o France Télécom en Coriat (2006). Las estrategias seguidas por estas dos empresas proporcionan ejemplos claros de las aberraciones cometidas por varios grandes grupos franceses en el periodo de la afamada “nueva economía”. Para un análisis de las condiciones institucionales que presidieron la formación de la nueva economía, véase Coriat y Orsi (2005).

gigantismo lo que está de nuevo a la orden del día, pues la evolución relativa de las cotizaciones bursátiles de Alcatel y de su rival Lucent hace de nuevo posible el considerar una alianza “entre pares”. Ésta se concretará finalmente, sin que por ello sean alcanzadas las ganancias que se esperaban. Todavía hoy (octubre de 2008), el grupo —cuyos resultados son más bien mediocres— parece privado de visión estratégica.

Así, la práctica tan desprestigiada de los “mecanos industriales” timoneados por el poder público —que tenía por lo menos la ventaja de permitir la existencia de estrategias industriales aplicadas consistentemente en el largo plazo, así como de desarrollos frecuentes y notables— es reemplazada por los “mecanos financieros” regidos *de facto* por las evoluciones de los títulos bursátiles y las oportunidades de valorización de las acciones o de captación y de distribución de efectivo que se forman y se deshacen siguiendo el capricho de las evaluaciones financieras. Esos virajes múltiples y a menudo bruscos se traducen así en modificaciones permanentes de los perímetros de actividades de las compañías, sin que esta vez la comunidad de los inversionistas y de los analistas —tan crítica cuando se trataba de apreciar la coherencia de las decisiones industriales tomadas en el pasado bajo los auspicios del poder público— vea en todo esto problema alguno.

Esta competencia para ver quién logra seducir a los inversionistas, convertida ya en una de las prioridades de la dirección de las empresas, está alcanzando ahora niveles críticos. Así, en su lucha contra la OPA hostil de Mittal, los directivos de Arcelor, grupo cuyo volumen de ventas anual era, en el momento de la OPA, de aproximadamente 17 mil millones de euros, se comprometieron a distribuir a los accionistas no menos de 15 mil millones de euros en los tres o cuatro años que seguían a la oferta hostil, si ésta era rechazada. Semejante distribución de valor a los accionistas no podía ser realizada más que deshaciéndose de numerosas actividades para distribuir el ingreso de las enajenaciones bajo la forma de dividendos o de rescate de acciones.

Así, la dirección de Arcelor, grupo construido larga y pacientemente a lo largo de dos décadas, se comprometía al autodescuartizamiento en beneficio del accionista. ¡En vano! Mittal, aumentando su oferta, ganó. Los detentores y administradores de títulos prefieren la oferta actual antes que la promesa sobre el futuro.

Esta OPA hostil coronada de éxito después de una larga lucha, fértil en peripecias inesperadas, es en muchos aspectos emblemática del nuevo curso de las cosas. Hay que recordar, en efecto, que el grupo Arcelor no debe su existencia sino a años de paciencia y de inversiones continuas de los poderes públicos,

que contra viento y marea mantuvieron sus acciones para garantizar la supervivencia y luego la afirmación de un grupo europeo en este sector sumamente sometido a la competencia. Habiendo logrado llegar a la rentabilidad, después de las operaciones complejas de diversificación hacia aceros especiales de alto valor agregado, helo aquí, por haber llevado a cabo una política muy mesurada de distribución de los dividendos que privilegiaba la inversión y las adquisiciones, brutalmente sancionado por el accionista.

### **3. Instrumentos de ejercicio de la dominación financiera variados y poderosos**

A lo largo del tiempo, diferentes protocolos e instrumentos se alternaron y/o sumaron para marcar la propia forma de sometimiento de las empresas a las exigencias y los intereses de los inversionistas institucionales. Estos instrumentos han sido puestos al servicio de objetivos y de estrategias que han evolucionado a su vez.

En la fase inmediatamente posterior a las privatizaciones surgieron varias prácticas nuevas, influidas y a menudo determinadas por los inversionistas institucionales, entre ellas, la más aparente y la más altamente reivindicada es la que se afirmó como orientada al “reajuste de actividades”. En los hechos, a partir del abandono o de la cesión de actividades que no generaban suficiente valor, se intentó limitar el perímetro de los grupos a las actividades más valoradas por los mercados financieros, al haberse convertido el valor accionario en el rasero con la cual se miden ahora tanto éxitos como fracasos.

Goyer, en su artículo ya citado, se entregó a muy diversas compilaciones de datos. Estos ponen claramente en evidencia la amplitud de los “mecanos” entablados por los grupos franceses en los años inmediatamente posteriores a las privatizaciones. El reajuste al cual asistimos en torno de algunas actividades consideradas clave (en la práctica las más lucrativas), logrado por cesión a terceros de numerosas actividades tradicionalmente ejercidas por estos grupos, es espectacular (*cf. infra* los cuadros 6 y 7 extraídos de Goyer, 2001).

En la práctica, esto significa que la forma “mutidivisional” —a menudo “conglomerada”— característica de los grandes grupos franceses, sufrió una mutación mayor. El famoso “reajuste de actividades” impuesto por los actores financieros socavó las bases de la lógica anterior de asignación de la inversión, que se efectuaba ampliamente sobre una base “interdivisional” dentro de los conglomerados, garantizando así el crecimiento simultáneo de las diferentes actividades y

Cuadro 6. "Reajuste" y cesión de actividades de algunos grandes grupos franceses (1996-1999)

Compañía	Actividades conservadas	Actividades abandonadas o cedidas
Alcatel	Equipos de telecomunicación: <ul style="list-style-type: none"><li>• Fabricación de equipos para redes de Internet.</li><li>• Redes de equipos de transmisión de voz y datos.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Energía nuclear (Framatome).</li><li>• Transportes.</li><li>• Energía.</li><li>• Locomotoras, material ferroviario (GEC-Alsthom).</li><li>• Construcción naval.</li></ul>
Danone	<ul style="list-style-type: none"><li>• Agua mineral embotellada (Evian).</li><li>• Productos frescos.</li><li>• Galletas.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pastas alimenticias (Panzani, Agnesi).</li><li>• Salsas.</li><li>• Platillos cocinados.</li><li>• Azúcares.</li></ul>
ELF	<ul style="list-style-type: none"><li>• Exploración y producción de petróleo en una cantidad más limitada de sitios.</li><li>• Productos químicos especializados.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Materiales fosfatados (Texas Gulf).</li><li>• Farmacia (Sanofi).</li><li>• Química.</li><li>• Cosméticos (Nina Ricci).</li><li>• Moda (Yves Saint-Laurent).</li><li>• Textil.</li><li>• Construcción.</li></ul>
Pechiney	<ul style="list-style-type: none"><li>• Aluminio y embalaje plástico.</li><li>• Transformación del aluminio.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Embalaje de aluminio para bebidas (American National Can).</li><li>• Aluminio para construcción inmobiliaria.</li><li>• Cajas de metal.</li><li>• Vidrio.</li><li>• Productos de aluminio (en relación con Alcan).</li></ul>
Rhône-Poulenc (farmacéutica)	<ul style="list-style-type: none"><li>• Farmacia.</li><li>• Agroquímica / productos veterinarios y alimentos para ganado.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Química especializada (Rhodia).</li><li>• Química de productos temporales.</li><li>• Polímeros.</li><li>• Fibras.</li></ul>
Suez -Lyonnaise des eaux (Utilities & Environmental Services Group)	<ul style="list-style-type: none"><li>• Utilities<ul style="list-style-type: none"><li>- Manejo y tratamiento de aguas.</li><li>- Manejo de desechos (Sita).</li></ul></li><li>• Energía: gas y electricidad (Tractabel).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Construcción (GTM).</li><li>• Inmobiliario (Gartmane).</li><li>• Seguros (Le Henin Vie, Colonia).</li><li>• Banca (Indosuez).</li><li>• Crédito al consumo (Sofinco).</li><li>• Desmantelamiento de la Sociedad General de Bélgica (minas, banco, acero, gas, energía).</li></ul>
Vivendi	<ul style="list-style-type: none"><li>• Utilities<ul style="list-style-type: none"><li>- Manejo de aguas (segundo a nivel mundial).</li><li>- Manejo de desechos.</li></ul></li><li>• Telecomunicaciones (Cegetel).</li><li>• Comunicación (publicidad y televisión, Havas, Canal +).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Comunicación (Audiofina, etcétera).</li><li>• Energía (Electrofina).</li><li>• Inmobiliario (Pacific Esplanade).</li><li>• Hoteles.</li><li>• Construcción (SGE).</li></ul>

Cuadro 7. "Reajuste de actividades" y ascenso relativo de las dos "actividades principales" de los grupos franceses (porcentaje)

1982	1991	1994	1998
35	47	49	69

Contribución al ingreso operacional de las dos actividades principales de los 44 grupos franceses no financieros más grandes

1982	1991	1994	1998
39	48	52	87

Fuente primaria: informes anuales, compilados por Goyer (2001).

oficios albergados por el grupo, de tal manera que las actividades más rentables alimentaban, cuando se consideraba necesario, a las que temporalmente lo eran menos. Las actividades conservadas en el "núcleo del negocio", que se habían vuelto bastante "autónomas", tendrán ahora que justificar todas y cada una de las inversiones ante los mercados financieros o, en su defecto, ser cedidas y vendidas en una lógica que es la de la gestión de las carteras financieras. En profundizaciones ulteriores de sus estudios iniciales, Goyer fue llevado a precisar más aún sus observaciones. A partir de un estudio comparativo llevado a cabo con un panel de empresas francesas y alemanas, mostró que en Francia los inversionistas institucionales menos "pacientes" son los que están más a menudo y más masivamente presentes.

La explicación propuesta privilegia el hecho de que en ausencia de todo contrapoder (en contraste con los modelos de *corporate governance* alemanes que garantizan una representación de los asalariados) las formas de gobierno de empresas dominantes en Francia resultan a menudo propicias a las idas y venidas de los fondos de inversión en busca de remuneraciones rápidas (Goyer, 2007).

El desarrollo ulterior de los fondos de *private equity* (posteriores a 2001) se inscribe en la misma lógica. Se trata, aquí como en la fase inicial, de sacar partido de las oportunidades ofrecidas por la pluralidad de las actividades de los grupos legados por el periodo fordista. La lógica que sustenta las adquisiciones a las cuales proceden los fondos de *private equity* reside en eso, en poner fin a la diversificación lograda por los grupos adquiridos, al ceder las actividades menos rentables para consolidar y endurecer las que ya son rentables o prometen serlo.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Cabe señalar que este reajuste de actividades más inmediatamente valorizables estuvo acompañada o fue respaldada con una fuerte reactivación de la práctica de las fusiones y adquisiciones

Tanto en una fase como en otra, la reducción de efectivos —el “*down sizing*”— se ha convertido en un modo ordinario de gestión.<sup>37</sup> Los despidos ya no constituyen, como en el pasado, la dolorosa constatación de un fracaso de la estrategia de la empresa y de la necesidad de proceder a una reestructuración y a un reajuste de actividades. La reducción de personal —anunciada en empresas de alta rentabilidad— se presenta ahora como la garantía de ganancias futuras ofrecida a los accionistas. Ha surgido entonces una nueva figura de la racionalización: la de los “despidos bursátiles” —inaugurados en Francia por Michelin— que desde finales de la década de los noventa no han dejado de saltar a los titulares.<sup>38</sup> La norma de rentabilidad muy por arriba de la “media” impuesta por los accionistas no se puede conseguir sino a ese precio: el echar mano de técnicas “forzadas” de aumento de la rentabilidad. Entre éstas, el ajuste anticipado de la planta laboral es uno de los medios privilegiados para cumplir con el ejercicio impuesto.

Finalmente, con el rescate y la destrucción de acciones, llegamos al punto culminante de la contradicción: el recurrió a los mercados financieros supuestamente para garantizar un financiamiento más fácil y menos costoso de la economía se transforma aquí en su opuesto, pues no contribuye a la creación de activos, sino a su destrucción.<sup>39</sup>

Este es claramente el caso en los Estados Unidos desde hace varios años. En Francia, un estudio reciente de la Autoridad de los Mercados Financieros (2005b) recuerda que (excepto en los años 1999 y 2000, en los que la fuerte emisión de acciones se explica por la intensidad excepcional de las fusiones y las adquisiciones que se dieron en este periodo) de 1995 a 2004 el total de las recaudaciones de fondos en el mercado por parte de las empresas (ventas de acciones)

---

orientadas casi siempre a los “semejantes”, al ser la meta del juego el comprar partes de mercado y tratar de reconstituir así posiciones de monopolio que permitan escapar a las presiones competitivas más fuertes. Es así como el canadiense Alcan se apoderó de Péchiney, para concentrar las posiciones de fuerza nacidas de la suma de los puntos fuertes de los dos grupos, y entonces se deshicieron de una gran parte de los activos de Péchiney (que no entraban en esta lógica).

<sup>37</sup> Hay que entender la noción de “*down sizing*” en el sentido muy preciso y restrictivo de reducción de la planta laboral. Ya hemos indicado cómo el aumento del tamaño (sobre todo debido a fusiones y adquisiciones bajo la forma de OPA o de OPE) es, al contrario, un medio privilegiado perseguido por los grupos para tratar de establecer posiciones de mercado consolidadas.

<sup>38</sup> En Francia, el anuncio simultáneo por Michelin (en 2000) de un alza espectacular de sus ganancias y de una reducción drástica de la planta laboral funcionó para la opinión pública como revelador de una nueva tendencia. Desde entonces, esta práctica del despido como garantía de ganancias futuras se ha vuelto ordinaria.

<sup>39</sup> Como una característica de la época, instituciones especializadas se crean incluso para eso: recomprar para las empresas sus propias acciones y esterilizarlas.

menos el total de los valores destruidos (por recompra y destrucción de sus propias acciones) es apenas positivo: menos de 5 mil millones de euros por año en promedio, un monto irrisorio si pensamos en los volúmenes procesados cotidianamente en los mercados financieros.

Una vez más, estas prácticas no habrían sido posibles sin el poder público que las ha vuelto lícitas: otro caso de “nueva regulación” instaurada discretamente. En Francia, desde el anuncio de la autorización de estas prácticas, las oficinas de la COB (Commission des Opérations de Bourse) fueron invadidas por solicitudes de las empresas cotizadas en la bolsa; dichas empresas no han dejado desde entonces de dedicar montos importantes del valor creado al rescate y a la destrucción de acciones, lo cual explica el papel completamente marginal del mercado primario de acciones en el financiamiento de las empresas.

De hecho, para los grandes grupos (empezando por los del CAC 40) estas prácticas han resultado sumamente rentables durante mucho tiempo. Pese a la atonía del crecimiento francés y a los mediocres resultados macroeconómicos del país —agravamiento preocupante de los déficit comerciales y de las finanzas públicas— la salud de los grandes grupos se mostraba, por su parte, floreciente. Por lo menos hasta que, en septiembre de 2008, hizo implosión la montaña de ABS y de CDO<sup>40</sup> fabricados y distribuidos en el mundo entero por los grandes bancos estadounidenses y que darían como resultado la manifestación de la crisis más profunda del capitalismo desde 1929.

### III. PARA CONCLUIR

Finalmente, los principales resultados conocidos serán resumidos aquí, antes de formular algunas conjeturas acerca de las evoluciones previsibles o posibles.

#### 1. Algunos puntos conocidos

Con respecto al primer punto, hay que insistir primero en que desde hace aproximadamente dos décadas hemos visto instalarse efectivamente un conjunto impresionante de “nuevas regulaciones” en el corazón de las relaciones entre agen-

---

<sup>40</sup> *Assets Backed Securities* y *Collateral Debt Securities*: se trata de diferentes tipos de activos y de créditos bursatilizados, puestos en el mercado por los bancos estadounidenses, por montos que alcanzan varios billones de dólares y cuya solvencia está actualmente muy mermada. En Jorion (2008) encontraremos un análisis muy preciso de las condiciones en las cuales estos instrumentos fueron creados e introducidos en el mercado.

tes. Estas nuevas regulaciones han modificado profundamente la estructura y el modo de funcionamiento del capitalismo francés, y fueron en parte “impuestas” —bajo el efecto de las mutaciones generales del marco de gobernanza que se instaló con la desreglamentación financiera proveniente de Estados Unidos y secundada en Europa por el Acta Única y por el paquete de las directivas que han acompañado el lanzamiento del PASF— y en parte “convalidadas” por una acción sostenida y sistemática de los poderes públicos nacionales, pues éstos respaldaron y consolidaron las prácticas y los requerimientos de los operadores financieros.

La mutación mayor se produjo cuando se consumó el tríptico constituido por las privatizaciones, el desbloqueo de los núcleos duros y la entrada de los fondos de pensión, es decir, lo que se ha designado como “la cadena central” de la financiación. Ésta sirvió entonces de base a la afirmación de formas sociales características del poder financiero que, al establecerse en el núcleo de las prácticas de las empresas, han modificado profundamente tanto sus perfiles tradicionales (el “conglomerado” o la empresa multidivisional y multiactividad) como las relaciones que prevalecían entre ellas, características de lo que fue durante largo tiempo la organización industrial a la francesa. El famoso “reajuste de actividades”, la generalización de las subcontrataciones o las reubicaciones hacia países lejanos desarticularon sectores enteros de un sistema productivo que en otros tiempos estaba marcado por la existencia de “cadenas” productivas relativamente coherentes. Esto impactó significativamente a Francia, que en el nivel de la organización industrial se distinguía hasta hace poco tiempo por el predominio de una fuerte acción pública centrada en el eslabonamiento de “grandes proyectos” que obedecían a una lógica de “colbertismo *high tech*”. En efecto, el resultado esencial de esta mutación es que Francia perdió la forma preponderante que regía tradicionalmente la coordinación entre agentes.

Hay que insistir sobre este punto: dichas evoluciones no han sido en absoluto “naturales”; han sido el resultado de una serie de decisiones mayores y deliberadas que se fueron concatenando. Desde las primerísimas reformas de la reglamentación bancaria y financiera introducidas por Bérégovoy en 1984, hasta los planes de ahorro de empresas reformulados en 2000 por Fabius —las privatizaciones continuas desde 1986 y ampliadas durante el periodo 1997-2001 bajo el gobierno de Jospin ocupan aquí un lugar central— vemos cómo las “nuevas regulaciones” que permiten la instalación de un régimen de mercados financieros liberalizados han sido una por una y de manera sistemática, introducidas en el cuerpo legislativo y reglamentario francés.

De esta manera, apoyado o respaldado por el poder público, el poder financiero se transformó efectivamente en un actor central cuyo papel es dominante en los cambios sufridos por las distintas formas sociales que servían de base a la acumulación. Por contagio, las formas y las codificaciones sociales generadas por el mundo financiero se extendieron de una esfera de actividad a la otra. Esto es cierto tanto para los modos de coordinación entre empresas, como para la gobernanza de las empresas, debido al ascenso de los principios de la *sharevalue*, bajo la presión de los inversionistas institucionales. Finalmente, esto es válido asimismo para las modificaciones que afectaron la relación salarial, como lo demuestran el aumento de la importancia de los elementos financieros en el salario (plan de ahorro de empresa, participación en las ganancias, etc.) y la afirmación de formas radicalmente nuevas para los altos directivos: la *stock option*, proveniente directamente del mundo financiero y normada por éste.

Sin embargo, vale la pena señalarlo, estas “complementariedades” entre formas sociales no permitieron en absoluto la instauración de formas de equilibrio macroeconómico en favor de una coherencia sistémica de largo plazo, formas que hubiesen podido garantizar el paso hacia un régimen de crecimiento estable y sustentable.<sup>41</sup> La brutalidad y la profundidad de la crisis que se despliega desde septiembre de 2008, posterior al *crash* financiero de 2001, nos recuerda en efecto, y de qué manera, que el ejercicio de una dominación no implica en absoluto que ésta —por sí misma— conduzca a formas estabilizadas de acumulación.

Así, el estallido de la crisis plantea la cuestión de saber si el proceso de las formas sociales dominadas por el mundo financiero es “reversible”, y en qué condiciones. Para formular las cosas de otra manera: se plantea la cuestión de saber si estas formas pueden conocer nuevas evoluciones que permitan retomar el control y domesticar las inestabilidades del mercado que se han vuelto a implantar en el núcleo del sistema.

## 2. Perspectivas

Hay que constatar en primer lugar que, aunque en Francia se llevó a cabo efectivamente una mutación mayor, la transformación dista mucho de haber sido “completa”. En primer lugar, cabe recordar que el mercado financiero francés,

<sup>41</sup> Los buenos resultados del crecimiento y del empleo durante ciertos períodos cortos (1998-2000 o bien 2005-2007), además de que son contemporáneos de fases de euforia bursátil que preceden a la explosión de burbujas, son ante todo fenómenos paralelos a ciclos europeos de reactivación.

considerado en su conjunto, sigue teniendo a final de cuentas un alcance mucho menos profundo que el de los países (como Estados Unidos o Inglaterra) en los cuales el mercado financiero ejerce tradicionalmente y desde hace tiempo su dominación. Esto se debe sobre todo al hecho de que el ahorrador francés sigue siendo reticente cuando se trata de inversiones propiamente financieras. El mantenimiento en Francia de un ahorro para el retiro centrado en la repartición explica muy probablemente la menor profundidad e importancia del mercado financiero, y abre al mismo tiempo para el futuro oportunidades de evoluciones favorables. La resistencia ejercida por el movimiento social en contra de la migración del ahorro para el retiro hacia la capitalización parece hoy una “suerte” y una oportunidad con la cual podemos contar todavía en Francia. Por otra parte, pese a las evoluciones que han sido subrayadas, el modo de *corporate governance* a la francesa sigue siendo todavía a menudo “híbrido”: los bloques de “*insiders*”, aunque debilitados, siguen siendo fuertes,<sup>42</sup> y cuando han sido disueltos, vemos a los directivos, como en los viejos tiempos, invocar la protección y el apoyo del poder público: France Télécom, Danone, Alsthom, y hoy Suez matrimonioado apresuradamente con Gaz de France para escapar al italiano Enel. Todos ellos han dado lugar a episodios en los cuales se ha puesto rápidamente sordina al discurso liberal para permitir al poder público limitar o prevenir los daños provocados por los juegos del poder financiero. Mejor todavía en ciertos casos, por ejemplo el de la constitución del grupo Sanofi-Aventis, cuando se favoreció la constitución de un nuevo campeón nacional, con el apoyo marcado y para nada disimulado del poder público, y esto en el momento en el que el campo de batalla se situaba ya por completo en el nivel de las ofertas de intercambio de títulos.<sup>43</sup>

De cualquier manera, si comparamos la situación actual con la que prevalecía en los años 1970, antes del auge de la financiación, el cambio esencial es que —a partir de las privatizaciones de los grupos industriales y bancario, y del ascenso del poder financiero directo— Francia perdió su modo central de coordinación, un modo que tradicionalmente dejaba un amplio margen de acción a la mano muy evidente de los poderes públicos. El retorno de la intervención pública, señalado en los ejemplos anteriores, en cada situación vivida como peligrosa,

<sup>42</sup> Para un análisis de los factores de inercia relativos a las evoluciones contemporáneas de la *corporate governance*, y sobre todo de los juegos a menudo sutiles entre “bloques de *insiders*” y “bloques de *outsiders*”, véase la revisión de la bibliografía de P. Geoffron (1999).

<sup>43</sup> Con respecto a este punto, véase el estudio notable propuesto por Montalban (2007), que narra la historia de cómo la constitución del grupo bajo la autoridad del socio francés no pudo ser realizada sino con la complicidad activa de los poderes públicos franceses.

lo muestra bastante bien: esa es la manera francesa de hacer las cosas. Francia no coordina a sus agentes ni a partir de la *Haussbank* y del *Lander* (como en Alemania), ni a partir de los *Keiretsu* (como en Japón), lo hace y sólo sabe hacerlo a partir de la coordinación pública. Y, cabe constatarlo, el abandono de toda política industrial verdadera desde hace unos 30 años se paga hoy muy caro, si consideramos el agravamiento tan inquietante del déficit exterior de estos últimos años.

Consideradas desde este punto de vista, las recientes declaraciones del presidente Sarkozy, marcadamente a favor de la constitución de un “fondo soberano” a la francesa (apoyado en la Caisse des Dépôts et Consignations), respaldaron una propuesta formulada primero por Laurent Fabius, y son en este sentido sumamente significativas del “tropismo” francés. Así, cada vez hay más voces pronunciándose a favor de la reconstitución de un polo público financiero, condición necesaria para restaurar la capacidad de influencia sobre el curso de los acontecimientos. Y esto, en un momento en el que las necesidades del sector financiero —infestado “de activos tóxicos”— seguramente abren, y abrirán todavía más en el futuro, oportunidades al capital público de entrar en el *equity* de los grupos financieros. Podemos entonces albergar esperanzas de que la crisis permita recuperar cierto equilibrio, incluso si algunas oportunidades ya fueron desperdiciadas.<sup>44</sup> En el contexto de la crisis actual, hay, en efecto, oportunidades abiertas a los actores públicos para restablecer un control —al menos parcial— sobre el mundo financiero. Hemos de esperar que estas oportunidades sean aprovechadas.

Sin embargo, aunque los márgenes para acciones “domésticas” no deben ser subestimados, lo esencial se va a jugar en otro lado. Todo dependerá de la amplitud y de la profundidad de la nueva reglamentación. Y resulta que ésta, como todo mundo sabe muy bien, se decidirá esencialmente en Estados Unidos, o por lo menos no podrá adquirir sus formas estabilizadas sin la aprobación de las grandes agencias de regulaciones financieras y de los poderes públicos estadounidenses. ¿Qué destino será reservado finalmente a las normas contables? ¿Y a las prácticas de “ventas en corto”, hoy temporalmente suspendidas? ¿Y a las prácticas de remuneración de los *traders*, que los empujan impunemente a tomar riesgos extremos? ¿Y a las formas de remuneración de los grandes directivos?

<sup>44</sup> Vale la pena señalar el desfase extraordinario entre el discurso y la práctica del presidente Sarkozy. Aunque va de tinglado en tinglado proclamando que ya nada podría seguir como antes, la fórmula elegida para la recapitalización de los bancos franceses les deja en libertad total de repartir los naipes; ello sin entrada en el C.A, muy por detrás de las fórmulas adoptadas por un Gordon Brown.

Más importante todavía, ¿qué destino se reservará a la reglamentación de la actividad de los *hedge funds*, de los mercados de productos derivados y de las innovaciones financieras en cascada a las cuales dieron nacimiento? ¿Qué encuadre será aportado a la práctica de la bursatilización de las deudas, que se encuentra en el corazón mismo de la financiación y de la crisis actual? Asimismo, permanecen las interrogantes acerca del lugar que será ocupado en lo sucesivo por los paraísos fiscales. Es larga la lista de las prácticas y de las instituciones que se encuentran hoy en el banquillo de los acusados. Y, aunque está claro que las nuevas regulaciones cuya llegada se anuncia no podrán operar plenamente a menos que su extensión sea “global”, nadie, por el momento, puede predecir cuál será su extensión. En el nivel de las ideas y de la teoría, la crisis que se extiende ante nuestros ojos tendrá al menos esta virtud: recordarnos —contrariamente a lo que la vulgata liberal y sus representantes han repetido hasta el cansancio en las dos o tres décadas pasadas— que los mercados no se autorregulan y que sólo conjuntos codificados y coherentes de formas institucionales tejidas en torno de ellos pueden dar al capital una relativa estabilidad. Si por lo menos logramos escuchar esta lección, de algo habrá servido la crisis; no habrá mal que por bien no venga.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. (1998), “Le capitalisme de demain”, *Notes de la fondation Saint-Simon*, noviembre.
- (2001), *Macro-Economie Financière*, La Découverte, tomos 1 y 2, París.
- y A. Rebérioux (2004), *Dérives du capitalisme Financier*, Albin Michel.
- Artus, P. (2006), *Le Capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte.
- Autorité des Marchés Financiers (2005a), “Quelle est l'ampleur de l'activité de titrisation aux Etats Unis et en Europe”, *Revue Mensuelle des Marchés Financiers*, núm. 15, julio.
- (2005 b), “Le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il”, *Revue Mensuelle des Marchés Financiers*, núm. 17, septiembre.
- Baudru, D., y Morin F. (1999), “Gestion institutionnelle et crise financière. Une gestion spéculative du risque”, *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, París, La Documentation Française.
- Bayard, P., y K. Elliot (1994), *Reciprocity and retaliation in U.S. trade policy*, Institute for International Economics, Washington.
- Becht, M., y R. Alisa (1999), “Blockholding in Europe: an International Comparison”, *European Economic Review*, núm. 43, pp. 1049-1056.
- Billigand, J. P., y M. de Foucault (2000), *L'Epargne Salariale au cœur du contrat social*, Rapport au Premier Ministre, La Documentation Française, Colección de Informes Oficiales, París.
- Boubel, A., y F. Ponsard (2003), *Les Investisseurs Institutionnels*, La Découverte, París.
- Boyer, R. (1999), “La politique à l'heure de la mondialisation et de la finance”, *L'année de la régulation*, La Découverte, vol. 3, pp. 13-75, París.
- Cahiers d'Analyse Économique (1999), *Le Partage de la Valeur Ajoutée*, La Documentation Française, París.
- (2008), *Private Equity et capitalisme Français*, La Documentation Française, París.
- Cartelier Lysiane (1995), “Privatisations et Construction Européenne” en *Les Entreprises Publiques dans l'Union Européenne: Entre Concurrence et Intérêt Général*, Études de Droit des Communautés Européennes, Editions A. Pédone, París.
- Charléty, P. (2001), “Gouvernement d'entreprise: évolution en France depuis le Rapport Viénot de 1995”, *Revue d'Economie Financière*, núm. 63.
- Chesnais, F. (coord.) (1996), *La Mondialisation Financière: Genèse, Coût, Enjeux*, Ed. Syros, París.
- Cohen, E. (1992), *Le Colbertisme High Tech*, Hachette, París.

- Commissariat Général au Plan (1996), *Le système bancaire Français*, La Documentation Française, París.
- Coriat, B. (1990), *L'atelier et le robot*, Christian Bourgois Éditeur.
- (1995), "France : Un fordisme brisé... et sans successeur", en R. Boyer y Y. Saillard (coords.), *Théorie de la Régulation : l'Etat des Savoirs*, La Découverte, París.
- (1996), "Gouvernement d'Entreprise: le Modèle Français dans la tourmente", *Alternatives Economiques*, abril.
- (2004), "Politique de la Concurrence et Politique Industrielle dans l'Union Européenne : un rééquilibrage est-il possible?", *Les Cahiers Français*, "L'Euro et la gouvernance de l'Europe", núm. 319, pp. 64-69.
- , y F. Orsi (2005), "Propriété intellectuelle, marchés financiers et promotion des firmes innovantes. Un retour sur la "nouvelle économie""", en M. A. Frison-Roche, y A. Abello (dir.), *Droit et économie de la propriété intellectuelle*, L.G.D.J Edition, collection Droit & Economie.
- (2006a), "Moves Towards Finance Led Capitalism. The French Case", en Coriat et al. (2006), cap. 3.
- , P. Petit, y G. Schmeder (comps.) (2006b), *The Hardship of Nations, Exploring the Paths of Modern Capitalism*, Edward Elgar.
- Dion, F. (coord.) (1995), *Les Privatisations en France*, en Documentation Française, serie Etudes, París.
- Financial Times (2005), "Le rôle des Hedge Funds dans l'échec de la Deutsche Börse", 25 de mayo, reproducido en *Problèmes Economiques*, 7 de diciembre de 2005, núm. 2888.
- Godeluck, S., y P. Escande (2008), *Les pirates du Capitalisme. Comment les fonds d'investissement bousculent les marchés*, Albin Michel.
- Goyer, M. (2001), "Corporate Governance and the Innovation system in France: The development of Firms' Capabilities and strategies, 1985-2000", *Industry and Innovation*, número especial sobre Francia.
- (2007), "Institutional Investors in French and German Corporate Governance and the stability of coordination", documento de trabajo.
- Jorion P. (2008), *L'Implosion. La finance contre l'économie, ce que révèle la crise des subprimes*, Fayard.
- Lazonick, W., y M. O'Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, núm. 1, febrero.
- Loiseau, H. (2002), "1985-2000 quinze années de mutations du secteur public d'entreprise", *INSEE première*, núm. 860, julio.
- Lordon, F. (2000), "La création de Valeur comme rhétorique et comme pratique. Génétique et Sociologie de la 'valeur actionnariale'", *l'Année de la Régulation*, Vol. 4, Asociacion de Investigación y Regulación, La Découverte, París.
- (2002), *La Politique du capital*, Ediciones Odile Jacob.
- Montalban, Th. (2007), "De Elf Sanofi à Sanofi-Aventis: Construction d'un champion national à l'ère de la financiarisation", *WP, GREThA*, Université Bordeaux IV.
- Morin, F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital: Analyse prospective et comparaisons internationales*, Ministerio de Economía y Finanzas e Industria, Les Editions de Bercy.
- (2006), *Le nouveau mur de l'Argent. Essai sur la finance globalisée*, Éditions du Seuil.
- O'Byrne, S. (1996), "EVA and market value", *Journal of Applied Corporate Finance*, núm. 9.
- Orlean, A., (1999), *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob.
- Peyrelevade, J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica, París.
- (2005), *Le capitalisme total*, Editions du Seuil. Collection La République des Idées.
- Ponsard, J. P., y P. Zarłowski (1999), "Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur", *Revue française de gestion*, enero.
- Revue Française de Gestion* (2002), *L'Actionnaire*, Vol. 28, núm. 141, noviembre-diciembre.
- Scialom, L. (1999), *Economie Bancaire*, La Découverte, París.
- Taddei, D., y B. Coriat (1993), *Made in France. L'industrie française dans la compétition mondiale*, Le Livre de poche.