

# Employee Stock Ownership Plans como Instrumentos de Mejoramiento de los Mercados de Capitales Latinoamericanos

## 1. Los mercados financieros en el mundo:

Un conocido trabajo, publicado en el año 1930 por los profesores norteamericanos Adolf Berle y Gardiner Means describió a las corporaciones modernas como a entidades dotadas de un accionariado disperso, y manejadas por administradores profesionales.<sup>1</sup> La explicación de esta estructura modelo se encuentra en la generación, a principios del siglo XX, de enormes industrias dominantes del mercado desde la fuerza de sus economías de escala.<sup>2</sup> Estos enormes monstruos corporativos se transforman en generadores de enormes capitales a partir de la recolección de pequeños ahorros de los individuos, los que resultan, en este marco, inversores pasivos. Esta imagen quedó grabada en la memoria académica Norteamericana, como el modelo de sociedad propia del mercado de capitales moderno, y se conoce con el nombre de “*disperse ownership*”.

Pero desde la doctrina norteamericana de los años 90s esta imagen de la corporación moderna empezó a resquebrajarse. Varios estudios fácticos demostraron que la declamada separación entre capital y control se encuentra lejos de ser universal.<sup>3</sup> En efecto, los investigadores mostraron que la dispersión del accionariado, como modelo, se presenta como excepcional en el mundo moderno. En la mayoría de los países, los mercados presentan sociedades en las

---

<sup>1</sup> ADOLF BEARLE & GARDINER MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, (rev. ed. 1967).

<sup>2</sup> Margaret Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty First Century*, 96 (1993).

<sup>3</sup> Brian Cheffins, *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link*, 6 (2002).

que existe un accionista dominante, sea un individuo, un grupo familiar, o el mismo estado.<sup>4</sup>

Sin embargo, estos estudios también muestran importantes diferencias en las características y en el estado de evolución de los mercados de capitales. Dos grandes grupos han sido identificados: (i) aquellos propios de los países anglosajones o del “*common law*” (representados mejor por los casos de Estados Unidos y del Reino Unido). Estos países presentan economías centradas en el mercado de capitales. (ii) En segundo lugar se ubican los países del “*civil law*”, agrupados en tres diferentes familias: los franceses (representados mejor por Francia e Italia), los germanos (cuyo paradigma es Alemania), y los países nórdicos (con lineamientos similares a los países germanos, aunque con características marcadamente propias).<sup>5</sup>

Estos diferentes grupos de países parecen presentar -entre sí-, características comunes en cuanto a la estructura y funcionamiento de sus mercados de capitales. Básicamente, los países anglosajones presentan un accionariado disperso, sólidos mercados de valores y rigurosos estándares de transparencia y funcionamiento. En ellos, el mercado de control actúa como un mecanismo que disciplina el funcionamiento del sistema. Los países del “*civil law*”, por otra parte, presentan una fuerte concentración en sus mercados accionarios, con grupos de accionistas mayoritarios controlantes, y una mayor debilidad en sus mercados. Esto determina la existencia de grandes beneficios para el control y de bajos niveles de transparencia. Dentro de este segundo grupo, los países germanos y los escandinavos presentan mejores condiciones de mercado que otros como Francia, España o Italia.<sup>6</sup>

En estos estudios, los países de Latinoamérica se encuentran al final de la escala. Presentan la mayor concentración en sus mercados, permitiendo a los accionistas controlantes el logro de máximos beneficios de su dominio.

---

<sup>4</sup> Rafael La Porta *et All*, *Corporate Ownership Around the World*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, n. 6, 1113, 1117-1121 (1998).

<sup>5</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 3-27 (1998).

<sup>6</sup> La Porta, et al. *supra* 4, p. 1129.

## 2. Teorías sobre el origen de las diferencias de desarrollo de los mercados de capitales entre los distintos países.

Según algunos autores, existiría alguna evidencia en cuanto a la existencia de algún tipo de transición mundial hacia el modelo de mercado anglosajón.<sup>7</sup> Esto ha sido recibido -en general-, como una buena noticia, dada la prosperidad de los mercados financieros de los Estados Unidos y de los demás países anglosajones a lo largo de los años 90s.<sup>8</sup> Pero se encuentra vigente la discusión sobre las razones que explicarían la variación de un grupo de países a otro de las condiciones de mercado descritas *supra*. ¿Por qué existen mercados mas fuertes y solventes que otros? ¿Qué hace que los países anglosajones se ubiquen juntos a la cabeza de esta posición? Distintas explicaciones han sido esbozadas por los autores, sin que exista un consenso sobre el particular.

La Porta *et al*, presenta importante evidencia empírica en apoyo de la idea de que la legislación resulta fundamental a la hora de definir el estado de los mercados.<sup>9</sup> Según esta evidencia, la importancia y liquidez de los mismos estaría intrínsecamente vinculada a las características típicas de los sistemas legales de cada una de estas familias de países. Entre otros puntos, los países del common law presentan una consistente superioridad sobre los países del civil law porque estos últimos no contienen mecanismos adecuados de defensa de las minorías. La esencia de esta "*law matters thesis*" se encuentra en el hecho de que en un ambiente desregulado existe un riesgo real de que los administradores y accionistas controlantes de una compañía publica utilicen esta superioridad en detrimento de los inversores minoritarios.<sup>10</sup> Como ejemplo, el sistema legal de los Estados Unidos regula fuertemente la posibilidad de conductas oportunistas por parte de los *insiders*. Así, de acuerdo con esta teoría, los inversores se

---

<sup>7</sup> Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL, 439 (2001).

<sup>8</sup> Brian Cheffins, *Corporate Law...* op. cit nota 5., p., 6 (2002).

<sup>9</sup> La Porta et al., *supra* 3, at 15

<sup>10</sup> *Id.*, *supra* nota 8, p. 10.

sienten cómodos con este “ambiente protegido”.<sup>11</sup> Esta comodidad determina que los inversores estén dispuestos a pagar un precio mayor por las acciones que la compañía venda, bajando los costos de capitalización de las empresas en los mercados financieros. Estas condiciones actúan como un mejor caldo de cultivo para un accionariado más disperso.

En cambio, en países donde el sistema legal ofrece una protección deficiente –o menor–, para los intereses de los minoritarios, en relación con la posibilidad de que los controlantes actúen en su detrimento, el resultado previsto por esta teoría es claramente diferente. Los inversores potenciales, temiendo perder parte de sus ganancias potenciales a manos de los controlantes, pagarán un precio menor por las acciones de las compañías, u optarán por recurrir a otras fuentes de inversión. Los controlantes, a su vez, optarán por mantener sus posiciones de poder, para poder así detraer de ellas el mayor beneficio posible. De acuerdo con el postulado de la teoría, este modelo de protección laxa tiende a favorecer una mayor concentración y debilidad en los mercados de capitales. En este marco, el esquema de sociedad descrita por Beale y Means, no se hará realidad.

Consistentemente a esta forma de ver las cosas, Bebchuk atribuye la existencia de un mercado de alta concentración accionaria a la vigencia de un sistema de “protección de la renta” (“*rent-protection model*”), que determine que cuando los beneficios del control son altos, una mayor concentración de acciones en grupos de control será dominante.<sup>12</sup> En este marco, los emprendedores que pretendan llevar las acciones de sus compañías a la negociación pública en el mercado de capitales no venderán suficiente como para ceder el control a accionistas dispersos en el mercado, ya que preverán la posibilidad de obtener un valor superior por el paquete de control de manos de un adquirente que busque posicionarse como controlante, buscando gozar de los mayores beneficios de esta posición. Así, solo venderán (i) un interés minoritario; o (ii) control en forma de

---

<sup>11</sup> Esta terminología es tomada de Mark J. Roe, en *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control* 53 STANFORD LAW REVIEW 539, 586 (2000).

<sup>12</sup> BEBCHUK, L. *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (manuscrito inédito del autor).

bloque. En la misma línea, Daines también argumenta que cuando las reglas reducen los costos de transacción, aumentan el valor de la compañía.<sup>13</sup>

Compitiendo con estas teorías que ponen el acento en la ley como condición para una mayor separación de propiedad y control, otros autores alegan que son las condiciones políticas y culturales las determinantes de un mayor o menor desarrollo de los mercados de capitales.

Por ejemplo Coffee argumenta que la conducta corporativa recibe más su forma de las normas sociales imperantes, que de las normas jurídicas (*"social norms"*, designando a aquellas reglas obligatorias pero no legales).<sup>14</sup> Su teoría se basa en el hecho de que, tanto en los Estados Unidos, como en el Reino Unido -ambos, ejemplos claros de mercados dispersos y saludables-, no existían en sus orígenes aparatos legales formales que proveyeran una mayor protección a las minorías accionarias. Esta experiencia histórica resultaría claramente contraria a la hipótesis de las tesis del *"law matters"*, y sugieren la posible existencia de substitutos funcionales a la regulación estatal específica.<sup>15</sup>

Dick y Zingales testearon el efecto de las normas jurídicas, y también de los que denominaron "instituciones extrajurídicas" (*"extra-legal institutions"*), que en su concepción no se encuentran lejos de las *"social norms"* de Coffee.<sup>16</sup> Entre estas, incluyen a las siguientes (aunque el efecto relativo de cada uno no es el mismo): (i) la competencia; (ii) las normas morales; (iii) la presión de la opinión pública; (iv) las presiones del sector del trabajo; y (v) la efectividad de las reglas impositivas.<sup>17</sup>

Finalmente, Roe ofrece una visión diferente, que podría calificarse de más "política": Según esta teoría, las democracias socialistas de Europa presionan a los *managers* de las compañías a dejar pasar oportunidades de maximización de

---

<sup>13</sup> Robert DAINES, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 J. Fin. Econ. 525 (2001).

<sup>14</sup> Coffee, J. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. 111 Yale L.J. 1-82, 7 (2001).

<sup>15</sup> Id. cit.

<sup>16</sup> Dick, A. & Zingales, L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*. 59 The Journal of Finance, 537, 537-59 (2004).

<sup>17</sup> Id. p. 576.

beneficios a fin de mantener altos niveles de empleo.<sup>18</sup> Como resultado de estas presiones, la propiedad se concentra como una medida defensiva. La concentración en bloques de control, según este autor, da a los accionistas mayoritarios suficiente poder como para usar reservas ocultas, utilizar medios de contabilidad no transparentes y recurrir a otros mecanismos con el objeto de resistir estas presiones políticas que pugnan por desviar recursos hacia otros beneficiarios, como los empleados. Particularmente fuerte es su reclamo de que un sistema de buen gobierno corporativo no puede explicar totalmente la reducción de los costos de agencia (*“agency costs”*) en todos los casos (como una precondition para un mercado con un accionariado fuerte y disperso), porque no puede responder a los costos derivados de una “mala administración” (*“mismanagement”*).<sup>19</sup> El argumento puede resumirse de la siguiente manera: Los costos de agencia pueden responder a dos orígenes distintos: están aquellos derivados del fraude, el robo y la apropiación indebida de recursos corporativos; y aquellos relacionados con una mala administración. Buenas normas jurídicas pueden servir para reducir los primeros costos, pero es muy poco lo que pueden hacer para evitar los segundos. Es por ello -argumenta Roe-, que la regla de la jurisprudencia norteamericana del *business judgment rule* lleva a las cortes a evitar intervenir en casos en los que los accionistas atacan *errores* del management.<sup>20</sup>

En prueba de sus argumentos, Roe presenta una serie de estudios empíricos en los que se analiza el caso de la mayoría de los países desarrollados. Sus resultados son consistentes con su hipótesis: particularmente relevante resulta el caso de Suecia, país que tiene un mercado de capitales muy desarrollado, en el que se negocian acciones de un número muy importante de compañías, pero en el que se encuentran muy pocas sociedades con accionariado disperso. La concentración es la regla.

Así, según los datos expuestos en este trabajo, Suecia tiene reglas legales que brindan una muy fuerte protección a los accionistas minoritarios, contradiciendo

---

<sup>18</sup> M. ROE, *supra* nota 11 p. 539.

<sup>19</sup> M. ROE, *POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE*, 29-193 (2003).

<sup>20</sup> *Id.* p. 163

las previsiones de quienes depositan en la ley la explicación de un mercado de capitales disperso, a lo norteamericano. Y Suecia, resulta un país con una muy fuerte tradición socialdemócrata.<sup>21</sup>

En general, las respuestas dadas por los autores pueden clasificarse entre aquellos que acentúan el efecto de un ambiente legal apropiado (incluyendo no solo las normas legales, propiamente dichas, sino también su efectividad y *enforcement* (y no sólo las normas societarias, sino también aquellas regulaciones en materia de defensa de la competencia, bancarrota, y otras vinculadas al funcionamiento empresario), y aquellos que hacen hincapié en elementos extra-legales.

### 3. Elementos culturales como causa de un infradesarrollo de los mercados financieros de América Latina.

En un trabajo reciente, Erica Gorga –enrolándose en las teorías que buscan en las “*social norms*”, la explicación al fenómeno descrito previamente-, analiza como los elementos culturales pueden influenciar el proceso legislativo.<sup>22</sup>

Gorga afirma que “*introducir a la cultura y a la ideología como elementos centrales -y no como variables residuales-, en el estudio de las realidades existentes en materia de mercados corporativos puede brindar luz a la pregunta de por qué las naciones tienen diferentes patrones de gobierno corporativo*”.<sup>23</sup>

Afirma que la cultura potenció la existencia de intereses distorsionantes en el Brasil, haciendo imposible la incorporación de cambios institucionales adecuados en la legislación societaria.<sup>24</sup> Así, la autora muestra un caso en donde la cultura y la ideología pueden explicar el fracaso en crear un sistema de mercado de

---

<sup>21</sup> Id., p 94.

<sup>22</sup> Erica Christina Rocha Gorga. *Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study of Brazil.*, p 54.

<sup>23</sup> Id. p. 70.

<sup>24</sup> Id., p 73.

capitales eficiente, habiendo tenido un rol mayoritario en la determinación de los patrones de gobierno corporativo, más que una mera influencia secundaria.<sup>25</sup>

Los datos empíricos muestran que Latinoamérica presenta mercados de capitales sumamente débiles y concentrados. (ver Tabla 1).<sup>26</sup> La mayoría de estos países no tienen (o tienen muy pocas) compañías con un accionariado disperso (véanse los casos de Argentina, Uruguay, etc.). E incluso aquellos que presentan algún moderado desarrollo en sus mercados financieros, presentan una fuertísima concentración del accionariado, dominado por grupos de control, y profundos problemas de asimetría de la información. (Ve Tabla 2).<sup>27</sup>

TABLA 1

| Tabla 1                |                         |                                     |                      |                                 |  |   |                           |              |
|------------------------|-------------------------|-------------------------------------|----------------------|---------------------------------|--|---|---------------------------|--------------|
| Indicadores de Mercado |                         |                                     |                      |                                 |  |   |                           |              |
| País                   | PIB per cap.(US\$ ) (1) | PIB per cap.(US\$) PPP ajustado (1) | Mercado Cap./PIB (2) | Valor Total Negociado o/PBI (2) | % de Dinero del Sector Privado Depositado en los Bancos /GDP (2) | % de Dinero de otros intermediarios/GDP (2) | # de firmas inscritas (3) | # de ADR (4) |
| Argentina              | 2400                    | -                                   | 0.11                 | 0.04                            | 0.15   | 0   | 152                       | 24           |
| Brasil                 | 3580                    | 7300                                | 0.19                 | 0.12                            | 0.23   | 0.05  | 459                       | 39           |
| Chile                  | 4590                    | 9100                                | 0.84                 | 0.09                            | 0.45   | 0.12  | 260                       | 24           |
| Colombia               | 2020                    | 6060                                | 0.13                 | 0.01                            | 0.16   | 0.15  | 74                        | 3            |
| México                 | 5070                    | 8790                                | 0.32                 | 0.13                            | 0.22   | 0.03  | 201                       | 37           |
| Perú                   | 2080                    | 4660                                | 0.11                 | 0.04                            | 0.09   | 0.01  | 175                       | 2            |
| Promedio               | 3290                    | 7182                                | 0.28                 | 0.07                            | 0.22   | 0.06  | 220.2                     | 21.5         |

(1) Guía de Riesgo País, Coface (2003).

(2) Dermigüç-Kunt, Asli y Ross Levine (2001), "*Financial Structure and Economic Growth*" ("Estructura Financiera y Crecimiento Económico"). MIT Press. (Datos de 1997).

(3) ECONOMATICA.

(4) [www.NYSE.com](http://www.NYSE.com)

<sup>25</sup> Id. p 79.

<sup>26</sup> Toda la información empírica presentada en las Tablas fue tomada del *White Paper of Corporate Governance in Latin America*. Particularmente, las Tablas 1 y 2 pueden encontrarse en la página 65 de dicho estudio. <http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>

<sup>27</sup> Bernard Black, *Strengthening Brazil's Securities Markets*, p. 6

La experiencia muestra que la tarea de creación de mercados de capitales saludables en la región resulta muy difícil, e imposible de hacer en el corto plazo.<sup>28</sup>

TABLA 2

| Tabla 2                       |                   |  |  |  |
|-------------------------------|-------------------|--|--|--|
| Concentración de la Propiedad |                   |  |  |  |
| País                          | Muestra<br>(2002) | % del<br>accionista<br>principal<br>(2002) | % de los 3<br>accionistas<br>principales<br>(2002) | % de los 5<br>accionistas<br>principales<br>(2002) |
| Argentina**                   | 15                | 61%  | 82%  | 90%  |
| Brasil*                       | 459               | 51%  | 65%  | 67%  |
| Chile*                        | 260               | 55%  | 74%  | 80%  |
| Colombia*                     | 74                | 44%  | 65%  | 73%  |
| México**                      | 27                | 52%  | 73%  | 81%  |
| Perú*                         | 175               | 57%  | 78%  | 82%  |
| Promedio                      | 168.3             | 53%  | 73%  | 79%  |

\* Datos de ECONOMATICA.

\*\* Datos de presentaciones de 20-F ADR

Si asumimos como cierta la tesis de Gorga de que los elementos culturales son un factor clave para explicar el fracaso en crear mercados de capitales eficientes, la pregunta que debe responderse es *cómo* provocar el necesario cambio cultural e ideológico para que ello suceda.

*(a) Lazos Históricos y Culturales Comunes de Latinoamérica:*

La mayoría de los países de Latinoamérica comparten el mismo basamento histórico y cultural. Sería interesante abocarse a analizar estos elementos comunes en profundidad, pero excedería -ciertamente-, los límites de este trabajo. Por ello, me limitaré a analizar algunos de los puntos de contacto históricos existentes entre estos países, para luego individualizar (en forma

<sup>28</sup> Id., p 2.

puramente intuitiva), los elementos culturales que -en mi opinión-, actúan en detrimento del desarrollo de un robusto ambiente corporativo.

Todos los países latinoamericanos nacieron como *colonias* de España. Existe también el caso de Brasil, país referente de la región que no podemos dejar de nombrar, cuyo origen se encuentra en la colonización Portuguesa, de características y modalidades similares a la española. El sistema colonial español fue designado para adquirir y retirar recursos de la colonia en beneficio del poder colonial: *“Los españoles vinieron en busca de oro, no de libertad religiosa”*.<sup>29</sup> Y creo que puede sostenerse que las instituciones de estas sociedades se desarrollaron -luego de la independencia-, desde esta fuerte característica.

La corona de España dividió el territorio colonizado en varios virreinos sometidos a un régimen autoritario. La economía se encontraba cerrada, no pudiendo comerciar sino con España. Más tarde, la independencia no trajo democracia. Los líderes de las revoluciones regionales se convirtieron en señores feudales de sus zonas de influencia. Los habitantes se dedicaron a una rápida explotación de los recursos materiales ofrecidos por la región. Incluso la mayoría de los inmigrantes de origen europeo desembarcaron en la región durante el siglo XIX con el objeto de hacer fortuna y regresar a sus patrias y familias.<sup>30</sup>

Podría encontrarse aquí la razón por la cual la mayoría de los países latinoamericanos experimentaron largos períodos de gobiernos de facto durante el siglo XX, no retornando a regímenes democráticos hasta muy recientemente.

Así como la Argentina retornó a la democracia en 1983, Bolivia lo hizo en 1982, Brasil en 1989, Chile en 1990, Paraguay en 1999 y Perú en 1980. México no sufrió de interrupciones militares, pero entró en un régimen de elecciones fraudulentas que duró hasta el año 2000. Estas perturbaciones políticas fueron acompañadas de profundas crisis económicas, fuertes golpes inflacionarios, controles estatales en política monetaria y cambiaria y hasta “congelamientos” y expropiación de

---

<sup>29</sup> Daniel Poneman, *Argentina, Democracy on Trial*, 8 Paragon House Publishers Ed. (1987).

<sup>30</sup> V.S. Naipul, *The Return of Eva Perón*, 150. New York: Random House (1981), describe este fenómeno en la Argentina.

bienes y de depósitos bancarios, en la región. Los gobiernos giraron pendularmente de manos civiles a militares, y de políticas radicales a conservadoras. Esta inestabilidad ha sido seguramente un factor erosivo importante en la posibilidad de crear mercados de capitales fuertes y dispersos en la región.

(ii) *Elementos culturales:*

Estas sociedades muestran elementos negativos comunes que pueden ser considerados parte de la "cultura" particular de estos países. En mi opinión, estos elementos -que serán muy brevemente explicitados *infra-*, más o menos presentes en cada uno de los países latinoamericanos, son responsables en mayor o menor medida, no sólo de la "concentración" de paquetes accionarios de control, sino también (y especialmente) de la "debilidad" de estos mercados de capitales. Cabe aclarar que -si bien el presente análisis se basa fundamentalmente en la intuición del autor, muchos de estos elementos han sido destacados y descriptos por destacados comentaristas.

Se trata de los siguientes:

1. *Paternalismo estatal:* La tradición del civil law, especialmente aquella proveniente de Francia y España, gira alrededor de la idea de un estado fuerte, proveedor de las necesidades de sus habitantes. Mientras que un individuo de un país anglosajón "reclama" en favor de su libertad natural a fin de perseguir su propio destino personal con esfuerzo y trabajo, un individuo proveniente de un país de tradición del *civil law* "reclama" del estado que cumpla con su derecho a un nivel de vida básico, le garantice su derecho al trabajo (identificado con un derecho "a un trabajo"). El estado de tradición del *common law* proveerá de un marco jurídico y político de acero en el cual los individuos podrán desarrollar por si mismos sus emprendimientos. En cambio, en la tradición del *civil law*, el estado dictará normas que luego torcerá en pos de "corregir" las inequidades que "perciba". Este último estado paternalista actuará a través de políticas de redistribución de ingresos. La existencia de este fenómeno es descripta y

sostenida por La Porta al decir que *“recientes estudios fácticos sostienen la proposición de que el civil law se asocia a un mayor intervencionismo estatal en la actividad económica, y una más débil protección de la propiedad privada que en el common law”*.<sup>31</sup>

2. *Clientelismo Enquistado*: la posición paternalista que el estado del *civil law* juega en la sociedad es perseguida y cooptada por grupos de poder que “tuercen” dicha actitud en beneficio de sus propios intereses.<sup>32</sup> Esto genera corrupción y una improductiva lucha entre diferentes sectores de poder. Es también terreno propicio para el avance del estado sobre la propiedad de los particulares.

3. *Inestabilidad Normativa*: La herencia hispana de un fuerte intervencionismo estatal, sumada a la perversa inestabilidad política y económica vivida durante el siglo XX, ha generado una esporádica rotación de las normas legales que se modifican de acuerdo a los intereses de quien esté en el poder en ese momento particular.

4. *Anticapitalismo*: El papel paternalista asumido por el estado, y descrito en 1, también genera una forma “populista” de gobierno. Una consecuencia natural de ello es el conflicto ideológico entre los propietarios de los recursos productivos y los sectores más pobres de la sociedad. Mientras que es fácil identificar a un “accionista” con un “empleado” de una compañía en los Estados Unidos, debido a la fuerte fragmentación en las tenencias accionarias de las compañías con cotización abierta en dicho país, lo mismo resulta impensable en los países latinoamericanos. El discurso político es muchas veces dirigido en contra del sector rico de la sociedad. Esto es cierto, aún cuando la disparidad en la concentración de la riqueza, la distancia entre los que más tienen y los que menos tienen tiende a ser mucho mayor en los países desarrollados. Claramente, hablar de conceptos como el *“perseguir la maximización de los beneficios de los*

---

<sup>31</sup> La Porta et al., op cit nota 4, pág. 12.

<sup>32</sup> O’Donnell, Guillermo, *Delegative Democracy?* Journal of Democracy (5) 1. 55-69 (1994).

accionistas" (*"shareholder wealth maximization"*) resulta muy difícil en este contexto.

5. *Inexistencia de una Cultura del Ahorro*: Finalmente, los ciudadanos de los países menos desarrollados (y esto es especialmente cierto en Latinoamérica), a causa de la historia inflacionaria, de los giros arbitrarios de las normas (en materia de impuestos, por ejemplo), y por otras razones (como ser los altos índices de incumplimiento de los pactos privados), no poseen una cultura del "ahorro". Esto es lógico, ya que en el contexto imperante reservar recursos para el futuro resulta desincentivado por el riesgo de expropiación.

#### 4. Participación del trabajo en el capital como un elemento de cambio en los mercados Latinoamericanos:

La participación del trabajo en el capital se ha convertido en un tema candente en la discusión moderna del "*corporate governance*". Mientras algunos autores consideran que la participación del trabajo en el capital tiene efectos negativos para el funcionamiento de los mercados, otros defienden la importancia de crear mecanismos de protección de los intereses de los empleados de la compañía.

Blair *et al* describen los argumentos por los cuales la teoría económica formal sostiene que las firmas con participación accionaria y control por parte de sus empleados presentan desventajas en términos de eficiencia.<sup>33</sup> Sin embargo, estas teorías se concentran, generalmente, en los problemas que afligen a las *cooperativas de trabajadores*, u otros modelos con un extenso control en la administración por parte de sus empleados.<sup>34</sup> Entre estos argumentos, uno de los mas recientes surge del modelo introducido por Benjamín Ward, y luego

---

<sup>33</sup> Margaret M. Blair & Douglas L. Kruse & Joseph R. Blasi, *Employee Ownership: An Unstable Form or a Stabilizing Force?* Georgetown University Law Center Business, Economics and Regulatory Policy. Working Paper No. 142146. Disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=142146> Para mayor información sobre esta posición recomendamos Dow, Gregory, and Louis Putterman. 1999. *Why Capital (Usually) Hires Labor: An Assessment of Proposed Explanations*. En *Employees and Corporate Governance*, edited by Margaret M. Blair and Mark J. Roe, 17-57. Brookings.

<sup>34</sup> Margaret M. Blair & Douglas L. Kruse & Joseph R. Blasi, *supra* nota 33, p 243.

desarrollado por otros autores.<sup>35</sup> Esta posición arguye que las cooperativas de trabajadores tenderán a maximizar los resultados por trabajador ("*revenues per worker*"), por sobre las utilidades del negocio ("*profits*").<sup>36</sup>

También se argumenta que en cualquier situación de producción en equipo, si los resultados se dividen entre los miembros del mismo de acuerdo a algún sistema fijo determinado ex ante (como en el caso de una cooperativa), cada miembro del equipo tendrá un incentivo para retacear su esfuerzo, ya que recibirá todos los beneficios de hacerlo, mientras que sólo hará frente a una porción *pro rata* de su costo.<sup>37</sup>

Otros autores mantienen que si la participación del trabajo en la propiedad es viable en algún caso, lo será en industrias de bajo capital, ya que los empleados - como clase-, generalmente carecen de un importante capital propio, y por ello serán más probablemente, aversos al riesgo y limitados en cuanto a liquidez.<sup>38</sup>

Un argumento final contra esta forma de participación del trabajo en la propiedad se basa en *problemas de acción colectiva* que pueden surgir en cualquier compañía en manos de múltiples personas. Henry Hansmann argumenta que los problemas de extrapolar preferencias entre diversos participantes en una compañía pueden ser severos, y que, por ello, las políticas de administración serán más eficientes si los derechos al control ("*control rights*") -considerado el elemento más importante de la "propiedad"-, se limitan a una sola clase de beneficiarios.<sup>39</sup> Yendo más lejos, alega que los derechos al control deben establecerse en aquellos beneficiarios con intereses más homogéneos. Estos beneficiarios serán a veces proveedores de capital financiero, cuyo interés es generalmente cooptado por una única unidad de medida: un beneficio *pro rata* sobre el interés residual. Por otra parte, dado que los intereses de los trabajadores probablemente serán más complejos y heterogéneos, Hansmann

---

<sup>35</sup> Ward, Benjamin. 1958. *The Firm in Illyria: Market Syndicalism*. AMERICAN ECONOMIC REVIEW 48 (September) 566-89.

<sup>36</sup> JOHN P. BONIN & LOUIS PUTTERMAN, *ECONOMICS OF THE CORPORATION AND THE LABOR-MANAGED ECONOMY*. Harwood Academic Publishers (1987).

<sup>37</sup> Alchian, Armen A., and Harold Demsetz. *Production, Information Costs, and Economic Organization*. 62 AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 777-95 (1972).

<sup>38</sup> Margaret M. Blair & Douglas L. Kruse & Joseph R. Blasi, *supra* nota 33, p 245.

<sup>39</sup> HENRY HANSMANN. *THE OWNERSHIP OF ENTERPRISE*. Harvard University Press (1996).

arguye que la participación del trabajo en el capital será una forma generalmente menos atractiva.<sup>40</sup> Hansmann predice que la participación del trabajo en el capital se mantendrá limitada a aquellas firmas con clases de trabajadores sumamente homogéneos, como es el caso de sociedades de profesionales -abogados, contadores, consultores, etc.

Aparte de estos ataques a las cooperativas de trabajadores, u otras modalidades con extensa participación de los empleados en el directorio, muchos argumentos se han dirigido a otras formas de participación del trabajo en la empresa, como es el caso del modelo de "codeterminación" alemán ("*Mitbestimmung der Arbeitnehmer*"). Roe sostiene que la codeterminación alemana, como una explícita manifestación de la política socialdemócrata, tiene el efecto pernicioso de inducir a las firmas a evitar abrir su capital al mercado de capitales, de modo de eludir el costo para los accionistas de una mayor injerencia de los trabajadores en la administración de la compañía.<sup>41</sup>

Pero Roe va más lejos: sostiene que la socialdemocracia sin codeterminación tendría el mismo efecto. Así, argumenta que los administradores evitarán tomar riesgos que maximizarían las ganancias para los accionistas si éstos pusieran en peligro sus carreras.<sup>42</sup> Preferirán mantener situaciones coyunturales ineficientes a realizar dolorosas -pero necesarias-, reestructuraciones en la firma. Y -en general-, se inclinarán hacia tolerar más ineficiencias de las que tolerarían los accionistas.<sup>43</sup> Estas inclinaciones de quienes detentan la administración se corresponden bien con los objetivos de los trabajadores, creando serios problemas de gobierno corporativo. Los trabajadores -como los administradores-, son aversos al riesgo, teniendo su ingreso y futuro atado a la compañía. Por ello, preferirán que la compañía se expanda (aún más allá del límite de la eficiencia),

---

<sup>40</sup> Pero Hansmann no assume una posición radicalmente negativa con relación a la participación del trabajo en el capital de las firmas: "*In practice it appears that, when the employees involved are highly homogeneous, employee ownership often is more efficient than investor ownership.*"

<sup>41</sup> Mark J. Roe, *Political Determinants of corporate governance. Political context, corporate impact*. p. 33.

<sup>42</sup> Id., p. 33.

<sup>43</sup> Id., p. 34.

que pague mayores salarios y que sacrifique su productividad en pos de otros beneficios.

Expresa que las socialdemocracias, y estas estructuras corporativas,

*“wedged open the gap between shareholders and employees by creating laws and a social climate that made it harder for managers to downsize when technology demanded it, or harder for managers to take risks with the enterprise when markets warranted it from the shareholders’ perspective. They gave employees more rights to resist change”.*<sup>44</sup>

El argumento es convincente, y Roe brinda importantes evidencias empíricas a favor del mismo.

De todos modos, la participación del trabajo en la administración de la empresa también tiene muchos seguidores.

Bagchi describe como, para muchos, todas las instituciones esenciales para la estructura basal de la Sociedad deben ser consistentes con los principios de equidad y autonomía.<sup>45</sup> Por ello, para muchos autores –según Bagchi–, *“el principio de autogobierno que subyace bajo todo sistema democrático se extiende a la esfera económica”*. Desde que las corporaciones son mecanismos de distribución de bienes en la Sociedad, resultan estructuras básicas para el cumplimiento de tal función social.<sup>46</sup>

Para otros autores, el valor de la participación del trabajo en el capital es puramente instrumental: puede utilizarse como una forma de cultivar virtudes de independencia y autorespeto, y resultan útiles para ampliar el conocimiento y la

---

<sup>44</sup> Id., p. 36.

<sup>45</sup> Bagchi, Aditi, *Varieties of Employee Ownership: The Unintended Consequences of Corporate Law and Labor Law*, p 1. (May 2005). Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=757564>

<sup>46</sup> La posición de Bagchi tiene un fuerte apoyo en la doctrina Rawlsiana. Bagchi cita a Rawls en cuanto a que define la estructura básica de la sociedad, el sujeto primario de la justicia como *“the way in which the major social institutions distribute fundamental rights and duties and determine the division of advantages from social cooperation...Taken together as one scheme, the major institutions define men’s rights and duties and influence their life-prospects, what they can expect to be and how well they can hope to do.”* (Véase JOHN RAWLS, A THEORY OF JUSTICE, 7 (1971). Bagchi deja claro que Rawls no hace referencia alguna a si la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa resulta necesaria para cumplir con el principio de diferencia.

comprensión del sistema económico moderno. Esto, a su vez, permite a los ciudadanos ejercer sus derechos de una forma más sabia.<sup>47</sup>

Finalmente, Bagchi describe lo que denomina la “visión utilitaria”, para la cual la participación del trabajo en el capital de la empresa es un instrumento para beneficio general de la economía, ya que promueve una mayor productividad de los trabajadores,<sup>48</sup> a la vez que les permite alcanzar mayor bienestar.<sup>49</sup>

El análisis realizado hasta este punto muestra la existencia de posiciones encontradas, de las que surgen claras las ventajas y desventajas de la participación de los trabajadores en la propiedad y administración de la compañía.

Sin perjuicio de todo ello, quiero destacar mi posición en cuanto a que la participación de los trabajadores en el capital puede resultar un elemento valioso como herramienta para lograr un *cambio cultural* que venza el paradigma negativo, inherente en los países Latinoamericanos, que fuera descrito más arriba. Creo que esta herramienta -al neutralizar paulatinamente los efectos negativos de esta realidad cultural en los mercados financieros en la zona, pueden actuar como un modo de homogeneizar los intereses del capital y de los trabajadores de las empresas. Este giro podría generar una mayor confianza en los mercados de capitales, y una “democratización” de estas inversiones, haciéndolas accesibles a un número más importante de inversores, requisito necesario para una mayor fragmentación del accionariado.

Pero la participación del trabajo en el capital, en una escala significativa entre trabajadores de menores ingresos, sólo ha aparecido históricamente como

---

<sup>47</sup> Véase por ejemplo: Joshua Cohen, *The Economic Basis of Deliberative Democracy*, 6 SOC. PHIL. & POL'Y 37 (1989).

<sup>48</sup> Véase H.R. Rep. No. 1000, 98th Cong., 2d Sess. 3 (1980) (House Report on Small Business Employee Ownership Act of 1980).

<sup>49</sup> Véase 129 Cong. Rec. S16,629, S16,630-35 (daily ed. Nov. 17, 1983) (statement of Senator Russell Long proposing Employee Stock Ownership Act of 1983).

consecuencia intencional de un programa legislativo.<sup>50</sup> Por ello, resultaría necesario adoptar ciertas medidas legales a fin de implementar efectivamente esta posibilidad.

Y en este punto corresponde expedirse sobre las distintas posibilidades que se presentan. En efecto, la propiedad sobre el capital por parte del trabajo, puede significar control sobre la administración o sólo la distribución de beneficios económicos residuales. También, la propiedad dada a los trabajadores puede instrumentarse en forma colectiva o individual. O pueden combinarse estas posibilidades. Por ejemplo, otorgando a través de la propiedad, control y beneficios patrimoniales. El programa puede ser obligatorio, como en Alemania y Suecia, u optativo (pero apoyado con beneficios fiscales), como en los Estados Unidos.

Bagchi compara el diferente desarrollo existente en los Estados Unidos, Alemania y Suecia, y argumenta que la coyuntura institucional -particularmente, la normativa en materia de trabajo y de organización corporativa-, significativamente determina el modelo a seguir. De todos modos, desde la ventaja del análisis teórico que este trabajo permite, y dados los problemas existentes en modelos como el alemán, argumentaré a favor de la adopción de un sistema afín al de los Estados Unidos. Especialmente, me concentraré en las ventajas que encuentro en los *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), regulados por la *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA).

#### "Employee Stock Ownership Plans":

Los ESOPs son un beneficio a través del cual una compañía invierte en acciones representativas de su capital, en favor de sus empleados.<sup>51</sup>

En términos generales, existen varios tipos de ESOPs:<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> Bagchi, supra note 45, p 3.

<sup>51</sup> *Employee Stock Ownership Plans. A practical Guide to ESOPs and Other Broad Ownership Programs.* Scott Rodrick & Corey Rosen. Editores. The National Center for Employee Ownership. Harcourt Brace Profesional Publishing. 1996. preface p. xvii

*"Nonleveraged ESOPs"*, que no difieren de un plan de bonos o acciones regular o "normal" (*"regular stock bonus plan"*). No involucra la utilización de un crédito comercial. La corporación se limita a aportar dinero a fin de comprar acciones o bonos en favor de su personal. La ventaja para la compañía resulta del hecho de que esta puede desgravar tal inversión, sin verdadera transferencia de recursos. En efecto, dado que el aporte de capital realizado por el empleador a través del ESOP se utiliza primariamente para la adquisición de acciones o bonos de la compañía, la inversión es retenida por la misma.

En segunda instancia, encontramos las *"Leveraged ESOPs"*, las que configuran la forma pura de los ESOPs. Esencialmente, el ESOP actúa como intermediario en una transacción de préstamo. En vez de sencillamente tomar un préstamo, la empresa lo hace a través del ESOP. El mecanismo es el siguiente: La compañía establece un *trust* (figura equivalente esencialmente a nuestro fideicomiso). El *trust* toma el crédito de un tercero. La compañía se constituye en fiador de dicho préstamo frente al tercero. El monto prestado debe utilizarse para adquirir acciones o bonos en la compañía. Luego, la compañía realiza contribuciones -desgravables impositivamente-, al *trust*, las que éste utiliza para repagar el crédito. Dado que el préstamo se utiliza para la adquisición de capital de la compañía, éste reingresa a la compañía y puede ser utilizado para cualquier objeto de negocios que esta tenga en vista.

Existe un beneficio para el personal ya que, en la medida en que la deuda es pagada por la sociedad, las acciones adquiridas -originalmente colocadas en una *"suspense account"*, van siendo recolocadas en cuentas individuales de los trabajadores beneficiarios del sistema. Al momento en que éstos se retiren de la compañía, recibirán las acciones adquiridas a su favor.

Como alternativa, en las *"company-financed ESOPs"*, la empresa toma el crédito de un tercero, y luego realiza contribuciones en acciones o bonos al ESOP. En este caso, el *trust* adquiere los bonos o acciones en la medida en que va pagando

---

<sup>52</sup> JOSEPH BLASI, *EMPLOYEE OWNERSHIP THROUGH ESOPs. IMPLICATIONS FOR THE PUBLIC CORPORATION*. 6-7. Pergamon Press (1987).

el préstamo, lo cual permite a la compañía la posibilidad de modificar a voluntad el monto y frecuencia de sus contribuciones, según las circunstancias lo exijan.

Los ESOPs han sido el principal motor impulsor del crecimiento de la participación de los trabajadores en el capital de las empresas en los Estados Unidos. Conforme un estudio del *National Center for Employee Ownership*, en 1975, 1600 compañías, empleando un total de 250.000 trabajadores (una cuarta parte del 1 % de la fuerza de trabajo total del país), tenían ESOPs.<sup>53</sup> Hacia 1995, este número se elevó a 14.000 compañías, en las cuales unos 14 millones de empleados participaban de alguna forma de participación en el capital. En la mayoría de los casos, mediante ESOPs.<sup>54</sup>

Lo cierto es que los ESOPs existen desde principios de 1970. Sin embargo, sólo luego de introducidos importantes cambios en la legislación impositiva vinculada a la materia, con vigencia a partir del 1° de enero de 1985, que los ESOPs se convirtieron en moneda corriente en el país.<sup>55</sup> Los incentivos fiscales más importantes fueron incorporados en la reforma de 1984. Esta introdujo cuatro importantes beneficios que convirtieron a los ESOPs en una figura muy atractiva para las empresas:

- (1) En compañías cerradas, la operación de venta de acciones a través de un ESOP no está gravada por impuesto a los réditos en la medida en que - entre otras condiciones- la transferencia supere el 30% del capital social total, y que el dinero proveniente de la operación se utilice en la adquisición de acciones, bonos u otro tipo de derechos de una compañía con sede en los Estados Unidos.
- (2) Los bancos que presten a un ESOP con el propósito de adquirir capital en beneficio de los trabajadores podrán excluir 50% del interés percibido por

---

<sup>53</sup> THE BUREAU OF NATIONAL AFFAIRS, *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLANS: HOW 8,000 COMPANIES AND 8,000,000 EMPLOYEES INVEST IN THEIR FUTURES*, 1 (1987).

<sup>54</sup> *Employee Stock Ownership Plans*, at preface xvii.

<sup>55</sup> NEIL A. WASSNER, *ESOPs IN THE 1980s*, 7. M. Mark Lee, Editor. AMA membership Publication Division, (1985).

el mismo de su utilidad gravada bruta (*“gross taxable income”*), abaratando así la adquisición de capital para el ESOP.

- (3) Las corporaciones pueden deducir de su ingreso imponible cualquier dividendo pagado en efectivo a acciones en propiedad de un ESOP, en la medida en que dichos dividendos se abonen a los trabajadores participantes del plan en un plazo no mayor a 90 días del vencimiento de cada año de vigencia del ESOP.
- (4) Finalmente, y bajo ciertas circunstancias, un ESOP puede asumir la totalidad o parte de la responsabilidad frente a algunos impuestos (*“estate taxes”*), a cambio de acciones o bonos del empleador obtenidos de la sucesión del trabajador fallecido.<sup>56</sup>

La idea de utilizar beneficios fiscales a fin de incentivar la utilización de ESOPs nació de una reunión entre los dos exponentes mas importantes en la historia de los ESOPs -Louis Kelso y el Senador Russell Long. Kelso, un abogado y economista californiano, escribió varios libros argumentando en favor del capitalismo, pero también sugiriendo que muy pocos ciudadanos del país comparten sus beneficios. En sus trabajos, se evidencia su creencia de la necesidad de una mayor fragmentación en la tenencia de acciones de compañías norteamericanas. Fruto de la reunión surgió la idea de utilizar el sistema de seguridad social del país a fin de lograr este propósito. Se remarcó, en esa oportunidad, la creencia de que una mayor participación de los trabajadores en el capital de sus empleadoras generaría un sano aumento de la productividad.<sup>57</sup>

Hasta 1986, mas de la mitad de los ESOPs eran dueños de menos del 25% de la corporación que los implementaba, de acuerdo a la información suministrada por la GAO (General Accounting Office 1986b).<sup>58</sup> Este dato resultaba particularmente cierto en el caso de las compañías abiertas, en las cuales los ESOPs y otros planes

---

<sup>56</sup> Neil A. WaSSNER. M. Mark Lee, Editor. AMA Management briefing, Esops in the 1980s. AMA membership Publication Division, 1985.

<sup>57</sup> Id. Neil A. Wassner, p. 7.

<sup>58</sup> Employee Ownership Plans: How 8,000 companies and 8,000,000 employees invest in their futures. The Bureau of National Affairs, 1987, at 9.

de participación del personal usualmente involucraban una muy pequeña fracción de las acciones de las mismas.<sup>59</sup>

A esta altura cabe remarcar que las ESOPs no son la única forma de participación del personal en el negocio, en vigencia en los Estados Unidos. Puede también mencionarse el caso de las *“stock options”*, en las cuales un trabajador recibe un derecho de comprar acciones de la compañía en un periodo específico de tiempo.<sup>60</sup> Las *stock options* han sido frecuentemente utilizadas como una forma de compensación de los oficiales (y otros empleados jerárquicos) de las compañías, si bien su uso se ha extendido bastante a trabajadores de menor rango.

Otra figura en franco crecimiento es el *401K savings plans*. Especialmente utilizado en compañías abiertas, permite al empleador beneficiar a sus trabajadores igualando los aportes que éstos hacen hacia el ahorro. La parte aportada por la compañía puede hacerse a en acciones o bonos de la misma. Además, en estas compañías -dado el hecho de que sus acciones cotizan en mercados de capitales-, los trabajadores optan muchas veces por dirigir su ahorro a invertir en el propio capital de las mismas.<sup>61</sup>

Sin embargo, hasta el día de hoy los ESOPs mantienen su preeminencia entre todas estas figuras.

(a) *Efectos Positivos Reconocidos de los ESOPs:*

---

<sup>59</sup> Id.

<sup>60</sup> THE NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP. EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLANS. A PRACTICAL GUIDE TO ESOPs AND OTHER BROAD OWNERSHIP PROGRAMS, 19. Edited by Scott Rodrick & Corey Rosen. Harcourt Brace Profesional Publishing. 1996.

<sup>61</sup> Véase para mayor información sobre estas otras formas *Sobre los bonos del Artículo 230 de la Ley de Sociedades Comerciales y otras Formas de Participación del Personal en el Negocio*, del autor, Revista Enfoques nº 12 . Diciembre 2002, pág. 87.

*“These plans have been heralded as the basic solution for many of our economic ills. Specifically, one of our chief proponents who will be testifying today has said that widespread adoption of ESOPs will accomplish the following objectives: the restoration and acceleration of economic growth to unprecedented levels; create legitimate full employment for two or three decades; and lay the foundation for arresting inflation. (Opening statement of Chairman Humphrey. Congress of the United States. Joint Economic Committee)”<sup>62</sup>*

**(i) Mecanismo Eficiente de Participación en las Ganancias para el Personal:**

Se ha sostenido que una participación en el capital resulta en un mecanismo más confiable para dar compartir los beneficios de la actividad empresaria con los empleados que, inclusive, los aumentos directos del salario.<sup>63</sup> Si la firma es mas rentable los empleados se beneficiaran automáticamente, ya sea al recibir mayores dividendos, o por la apreciación del valor de las acciones que detentan. Así, la participación en el capital accionario actuara como una forma de compartir el resultado del éxito en el negocio que no dependerá de una subsecuente renegociación por el salario. Esto implica que una empresa que comparte su capital de esta manera exhibirá una menor variabilidad en el empleo.<sup>64</sup>

Un estudio realizado en 1990 por la NCEO muestra que un típico empleado participante de un ESOP recibira un beneficio igual a 1.5 veces su paga anual en el curso de 10 años y 4 veces su salario normal en un horizonte de 20 años.<sup>65</sup>

---

<sup>62</sup> ESOPs’ Hearings ante la Joint Economic Committee Congress de los Estados Unidos. 94º Congreso. Primera Sesión. Parte 1, pag 2. US Government Printing Office (1976).

<sup>63</sup> EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP IN ECONOMIC TRANSITIONS: THE CASE OF UNITED AIR LINES, Jeffrey Gordon

<sup>64</sup> Derek C. Jones & Jeffrey Pliskin, The Effects of Worker Participation, Employee Ownership and Profit Sharing on Economic Performance: A Partial Review. Working Paper no. 13. (1988) At 4.

<sup>65</sup> THE NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, supra nota 60, p 30.

## (ii) Incentivo Poderoso para Incrementar la Productividad:

También se ha sostenido que la participación en las ganancias constituye un fuerte mecanismo para incrementar la productividad, al inducir cambios en la actitud de los trabajadores hacia la firma. La participación económica resulta en un fuerte incentivo para los empleados hacia el trabajar más duro y mejor, para monitorearse recíprocamente, evaluar a los gerentes, y para generar esfuerzos discrecionales para mejorar la operatoria de la firma. Los incentivos parten de la base de la forma en la que la participación en el capital transmite a los empleados las consecuencias del éxito o el fracaso en el negocio. Amplifica los cambios en la rentabilidad a través de un efecto multiplicador. Gordon, provee el siguiente ejemplo:

*“Assume a \$1 per share increase in profits for a firm trading at price-earnings multiple of 10. All else equal, this will lead to a \$10 per share stock price increase, a much more vivid addition to employee wealth than corresponding distribution of cash. Stock ownership also automatically locks in prior gains in a way that increases the employees’ investment in the firm, which in turn enhances the incentive effects for subsequent periods. In the preceding example, paying out a profit-sharing bonus from year 1 keeps constant the employees’ residual claim for year 2. But in case of stock ownership, unless the employee sells off stock, the value of the residual claim will increase for year 2. This gives the employee an economically more valuable ownership stake and the incentive to protect and enhance its value”.*<sup>66</sup>

Además, el valor de la acción actúa como un recordatorio permanente de la misión común en el negocio, y de la posibilidad de beneficios comunes en caso de éxito en el mismo.

---

<sup>66</sup> Id.

El efecto es mayor en compañías con alta incidencia en la participación humana, donde un alto grado de cooperación de los empleados puede producir una importante ventaja competitiva.

**(iii) Mecanismo Político para una Mayor Fragmentación del Accionariado:**

*“To provide a realistic opportunity for more US citizens to become owners of capital, and to provide an expanded source of equity financing for corporations, it should be made national policy to pursue the goal of broadening capital ownership”.<sup>67</sup>*

Esta fue la intención legislativa explícita al crear los ESOPs, y en dar a los mismos el fuerte incentivo fiscal que incremento su utilización.

Investigaciones realizadas sobre el efecto de los ESOPs en los Estados Unidos concluyeron que estos han cambiado la cantidad y el patrón de la participación de los empleados en el capital en la sociedad norteamericana.<sup>68</sup> La tenencia de bienes a través de los ESOPs aparece como equivalente a otros planes de participación en las ganancias. Esto no implica que su utilización haya ampliado significativamente la riqueza, lo que ha sido refutado por varios análisis.

También existe alguna indicación de una tendencia en las compañías cotizantes hacia una mayor participación de los empleados en el capital de la firma. Hacia fines de los 80's, mas de cuatro quintos de estas compañías contaban con al menos un plan de participación. Blasi provee cierta información estadística que muestra que:

*“Various estimates indicate that 12 to 20 percent have deferred profit sharing plans, and studies suggest that plans with over \$10 million in assets tend to hold 34 percent of those assets in company stock.*

---

<sup>67</sup> Joint Economic Committee Congress of the U.S. 1976.

<sup>68</sup> Joseph Raphael Blasi, supra nota 52, p 13.

*Nineteen percent of the Fortune 1000 firms have profit-sharing plans which hold 10 percent or more in company stock. About 50 to 70 percent of large manufacturing and nonmanufacturing firms have savings or thrift plans and 41 percent in one sample required investment in company stock... one in four publicly owned companies has a direct employee stock purchase plan, which includes most of their employees and involves no tax qualification. This figure is almost 35 percent for the Fortune 1000, but, over 90 percent of these plans hold less than 5 percent of the total corporate equity... about 13 percent of the Fortune 1000 firms have no stock ownership plan of any kind...<sup>69</sup>*

Estas formas de organización de la producción satisfacen el criterio de equidad, participación y descentralización, y no son afectadas por un contexto de escasez de recursos. Esto las hace “ideológicamente aceptables” (“*ideologically friendly*”) para sociedades de base socialdemócrata, como las que existen en América Latina. La política de los ESOPs también es compatible con posiciones anticapitalistas, como las descritas anteriormente.

#### (iv) Herramienta Financiera para que las Empresas Recauden Capital:

Como ya ha sido descrito, las ESOPs permiten a los empleadores que las utilizan tomar préstamos a través de un fideicomiso, mediante la venta de acciones a los mismos. Obtienen así un crédito, a tasas inferiores a las de mercado (dados los beneficios fiscales que rodean el sistema). El procedimiento puede ser utilizado para adquirir capital de trabajo, recomprar acciones, refinanciar deuda, financiar una expansión del negocio, o para cualquier otro objetivo comercial o financiero. Dotado de los incentivos fiscales correctos, esta herramienta puede utilizarse exitosamente en los mercados, sedientos de crédito, de Latinoamérica.

---

<sup>69</sup> Los datos pertenecen a Blasi 1987 y a Hewitt Associates 1984, 1985, a, b.

**(v) Solución frente a la Automatización de la Economía:**

Se ha argumentado también que los ESOPs proveerán una cierta solución al problema generado por la evolución tecnológica. El mismo surge del hecho de que la tecnología amplía la participación de capital en la producción de materia prima y servicios, en relación al trabajo. El problema se neutraliza si los trabajadores simultáneamente adquieren una mayor participación en el capital, compensando así la disminución relativa de su fuerza productiva. O, mejor aun, aumentando su posición relativa a través de su titularidad sobre el otro factor.<sup>70</sup>

*(b) ESOPs. Potenciales Efectos de Generación de un Cambio Cultural:*

**(i) Venciendo la enemistad cultural entre Capital y Trabajo:**

Al alinear los elementos "capital" y "trabajo", los ESOPs puede servir como vehículo de creación de una cultura "inversión corporativa". Si el objetivo es un cambio cultural, la participación en acciones puede ofrecer ventajas sobre otros mecanismos de participación económica, como la participación llana en las ganancias. En efecto, la participación en el capital resulta mas efectivo en cuanto a mostrar un compromiso de la compañía en pos de compartir las ganancias con sus empleados, que cualquier otro tipo de mecanismo.

Estudio empíricos han demostrado que los empleados reaccionan positivamente a "ser dueños".<sup>71</sup> Demuestran claramente que cuantas mas acciones un empleado

---

<sup>70</sup> Louis O. Kelso. *Employee Stock Ownership Plan Financing and Other Financing Concepts Based on Two-Factor Economics, in ESOPs*. Hearings ante el Joint Economic Committee Congress of the US. 94º Congreso. Primera Sesión. Parte 1, 149. US Government Printing Office (1976).

<sup>71</sup> THE NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, supra nota 65, p 30.

tenga, mas comprometido estará con la empresa. Y, también, mas satisfecho estará con su trabajo.<sup>72</sup>

La participación del trabajo en el capital abre a los empleados el conocimiento de la realidad básica de los negocios. Les brinda información sobre los problemas comerciales y financieros que surgen del manejo de una corporación y los compromete al objetivo general de alcanzar beneficios. Con el tiempo, esta situación puede hacer crecer en ellos un sentimiento de “*ser parte*” de un mecanismo mayor en la cual su pequeña participación puede hacer una diferencia.

#### (ii) Debilitamiento del Poder Sindical:

No cabe duda de que la representación sindical del trabajo ha sido uno de los más importantes logros del mundo moderno. Sin embargo, el exceso de poder gremial -fenómeno común en Latinoamérica- es un importante lastre para el sector productivo. La acción sindical nunca ha resultado positiva contra altas tasas de desempleo.

La utilización de los ESOPs podría actuar como un mecanismo para contrarrestar el gigantismo del “*sindicalismo adverso*” que encontramos en estas latitudes. En efecto, cuanto mas costosa resulte la negociación a nivel colectivo en un determinado ambiente, mayor será el incentivo de los empleadores para ceder participación en la propiedad de sus empresas.<sup>73</sup>

Los sindicatos, por otra parte, han sido históricamente opositores a la introducción de la política de los ESOPs en los Estados Unidos. En el año 1975, en pleno centro de la discusión relativa a la legislación que implementaría los ESOPs, el sindicato de los ferroviarios, luego de haber escuchado una presentación detallada del “Plan Kelso” en conexión con las condiciones de la

---

<sup>72</sup> Id.

<sup>73</sup> Bagchi, supra note 45, p 8.

*Regional Rail Reorganization Act*, adoptó una resolución rechazando las ESOPs propuestas, como “*contraria a la base de los principales sindicatos, y no en el mejor interés de los trabajadores ferroviarios o las entidades que a ellos representan*”.<sup>74</sup>

La alineación capital-trabajadores no es bien recibida por los sindicatos porque cambia el incentivo de cada empleado al hacer frente a su empleador. Además, merced al reajuste automático del beneficio que el empleado recibe en relación a la rentabilidad general, el rol del sindicato se ve fuertemente disminuido. Esto por supuesto, no significa que, una vez introducida la legislación creadora de los ESOPs, los sindicatos no hayan peleado para que sus representados reciban este beneficio. Curtis y Jeans indicaron que los gremios de las industrias mas fuertemente sindicalizadas elaboraron acuerdos, protegidos por Ley, a través de los cuales se pacto que el *management* de las empresas no puede reducir unilateralmente estos costos vinculados al trabajo.<sup>75</sup>

Además, este tipo de estructuras de participación en el capital accionario puede presentar importantes ventajas en cuanto a la solución de problemas asociados con cambios económicos significativos.<sup>76</sup> Por ejemplo, una participación importante de los empleados puede generar una alineación optima de estos, con la situación financiera de la compañía, crucial para la superación de este tipo de problemas.<sup>77</sup> También, la tenencia de acciones por parte de los empleados puede servir para resolver algunos de los problemas derivados de una necesaria renegociación del contrato de trabajo en tiempos de problemas financieros. De igual modo, alguna de las desventajas de la titularidad de acciones se ven

---

<sup>74</sup> “Labor” (semanario del gremio ferroviario), Marzo 30, 1975. citado en Peter Henle and Jane G. Gravelle, *Employee Stock Ownership Plans: Current Status and Proposed Legislation*, en ESOPs. *Hearings before the Joint Economic Committee Congress of the US*. Ninety-fourth congress. First session. Part 1, 32. US Government Printing Office (1976).

<sup>75</sup> John E. Curtis & Anna Jeans, *The Financially Troubled Company: What About Its Qualified Employee Benefit Plans?*, 11 *Journal of Pension Planning and Compliance*, 121-134 (1985).

<sup>76</sup> Jeffrey N. Gordon *Employee Stock Ownership In Economic Transitions: The Case of United Airlines*, 3-4. The Center for Law and Economic Studies. Columbia University School of Law. Papel de trabajo No. 133, available at [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=169028](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=169028).

<sup>77</sup> *Id.*

reducidas en estos casos (por ejemplo, aceptar acciones en lugar de salario puede servir efectivamente para reducir el riesgo de los empleados de quedarse sin trabajo, aumentando la viabilidad del negocio).<sup>78</sup>

### **(iii) Creando una Cultura del Ahorro:**

La adjudicación de acciones a los empleados crea necesariamente inversiones a largo plazo. En efecto, muchos planes impiden a los empleados disponer de las acciones en el corto plazo, creando un beneficio monetario diferido en el tiempo. Este ahorro obligatorio puede ayudar a crear una cultura de planificación a largo plazo, hoy inexistente en los países latinoamericanos.

### **(iv) Incentivo para el Mejoramiento del Nivel Gerencial:**

Contrariamente a lo que sucede en Alemania con el modelo de "codeterminación", los ESOPs aislan al gerenciamiento de la presión de la fuerza laboral en cuanto a perseguir logros de corto plazo, para engrosar beneficios inmediatos de los trabajadores, a expensas del valor de largo plazo del negocio.

## **5. Conclusiones**

En línea con algunos estudiosos, creo firmemente que la razón principal por la cual los intentos legislativos de mejorar los mercados de capitales latinoamericanos han fallado resulta de la incidencia de factores culturales e ideológicos, propios de estos países. Si esto es cierto, el logro de resultados reales dependerá de nuestra capacidad de generar un profundo y real cambio en el paradigma cultural. A tal fin, la participación del trabajo en el capital de las

---

<sup>78</sup> Id.

corporaciones puede ser una magnífica herramienta. A través del tiempo, su utilización podría generar cambios reales en la forma de pensar de los ciudadanos latinoamericanos.

Entre las muchas formas de participación en el accionariado, las ESOPs en vigencia en los Estados Unidos resultan un modelo con importantes ventajas por sobre otras formas, como el sistema de “codeterminación” alemana. Los ESOPs permiten capturar las ganancias residuales, evitando el enfrentamiento entre los empleados y el *management* de las empresas, e impidiendo así, distorsiones en los incentivos de quienes manejan la firma. Los ESOPs han demostrado un gran valor como incentivos para lograr una mayor fragmentación en la participación en el capital de las empresas. Resultan también en una poderosa herramienta para la multiplicación del crédito para propósito de negocios legítimos. Como hemos mostrado, estudios empíricos muestran cómo estos instrumentos actúan como un factor que permite incrementar la productividad laboral.

Más allá de esos reconocidos efectos, queremos destacar la potencialidad de los ESOPs para impactar en el ambiente cultural negativo reinante en los países de América Latina, ayudando a mejorar el desempeño de los mercados. Sus características parecen indicar que su implementación podría ayudar a crear una alineación entre “capital” y “trabajo”, generadora de una nueva cultura de “inversión corporativa” que permita derrotar una larga historia de enemistad entre ambos factores. Pueden también, servir a los fines de derrotar el gigantismo del sindicalismo que encontramos en estas latitudes. No es secreto que el alto costo de la negociación colectiva genera una enorme carga para las empresas locales, la que a su vez impacta negativamente en la competitividad de la región.

También, los ESOPs pueden ayudar a desarrollar una “cultura del ahorro”, ausente en el área debido a la inestabilidad política y económica, y a la inflación que ha regido Latinoamérica durante el pasado siglo XX.

Finalmente, los ESOPs (a diferencia de otras formas de participación del trabajo en el capital), permiten aislar al *management* de la presión de la fuerza de trabajo en pos de perseguir beneficios de corto plazo, engrosar los salarios de los empleados a expensas de un mayor valor de largo plazo. Esto permite mejorar los incentivos internos hacia un buen gobierno corporativo.

Hemos mostrado los impresionantes datos brindados por diversos estudios empíricos realizados en los Estados Unidos, los que demuestran el grado del éxito de estos instrumentos en cuanto a lograr una mayor dispersión del accionariado y mejorar la productividad general de la economía. Y además, los ESOPs, concebidos como mecanismos de distribución de la riqueza, resultarían fácilmente digeribles para la ideología de las legislaciones y ciudadanías de la región. Su correcta implementación, impulsada por incentivos fiscales suficientes, podría servir como punto de partida para lograr el indispensable mejoramiento de nuestros mercados financieros, en pos de una economía moderna, rica y equitativa.

*Ramiro Salvochea*