



La empresa y su desarrollo

Oliver Hart

22/04/99 - Auditorio UADE

Apertura del acto, por el Académico Vicepresidente, Dr. Javier Villanueva

Señores académicos, señoras y señores. Una vez más, la Academia Nacional de Ciencias de la Empresa ofrece su tribuna a un reconocido especialista en los temas y materias que están en la base de nuestra actividad académica. Al complacernos en dar la bienvenida al Profesor Oliver Hart, cuya presentación estará a cargo del Dr. Alchourrón, deseamos expresar a ustedes que este acto tiene un particular significado. El aporte que hará la conferencia de nuestro invitado al desarrollo de la empresa nacional reafirmará, al mismo tiempo, una convicción que hemos reiterado numerosas veces.

La empresa y su desarrollo son un elemento indispensable, en el mundo de hoy, del desenvolvimiento de un país. Si en tiempos pasados hubo cierta oposición entre el objetivo comercial de la empresa y los intereses de la sociedad, esta antítesis parecería ir desapareciendo. Más aún, la empresa moderna sustenta hoy en día a la sociedad, se integra con ella hacia el bien común y, a la par que busca optimizar sus beneficios, crea las condiciones para que su entorno se desenvuelva y crezca en una especie de simbiosis hacia niveles superiores de convivencia y bienestar.

Claro está que hablamos de la empresa como emprendimiento bien entendido y hablamos de empresario como el emprendedor responsable, racional y consciente. Para nuestra Academia no caben otras definiciones, pues cuando se busca la excelencia solamente pueden considerarse las alternativas válidas que la hagan posible.

Al crear esta Academia hemos instalado un debate que se encamina hacia la elaboración de una verdadera teoría de la empresa, teniendo en cuenta que en ella -como ya se ha expresado en otras oportunidades desde esta tribuna participan numerosas ciencias y que ninguna de ellas puede, por sí sola, explicar la formación, el desarrollo y el objetivo de las empresas, como tampoco el papel definitivo que cumple en la sociedad. Para nuestro propósito será, sin duda, de la mayor trascendencia la conferencia del Profesor Oliver Hart. Cedo entonces la palabra al señor académico Alchourón.

Presentación del Prof. Oliver Hart por el Académico Dr. Guillermo Alchouron

El Profesor Oliver Hart tiene un grado de matemáticas de King's College de la Cambridge University, un Master en Economía de la Universidad de Warwick y un Doctorado en Economía de la Universidad de Princeton. Académico de reconocida carrera, fue profesor de IVITI, de la Escuela de Negocios y de Leyes de Harvard y actualmente se desempeña como profesor de la misma Universidad de Harvard y como profesor visitante de la London School of Economics.

Es editor asociado del Journal of Economic Perspective, del Quarterly Journal of Economics, miembro del Advisory Board del Diccionario Paigrove 2 de Economía y Leyes, e investigador asociado del National Bureau of Economic Research. Es autor de importantes capítulos en libros y revistas especializadas, entre los que podemos destacar sus importantes contribuciones a la Teoría de los Mercados y Contratos Incompletos.

Una de las inquietudes que ha generado más esfuerzos en la ciencia económica es la razón de la existencia de las empresas. Ronald Close y Oliver Williamson, quien nos visitó el año pasado en el marco de este mismo ciclo, dieron su respuesta a partir de la Teoría de los Costos de Transacción.

El Profesor Oliver Hart aborda esas mismas cuestiones: por qué existen las empresas, qué tamaño toman, cómo aparecen y desaparecen, a través de un enfoque totalmente novedoso. Dentro del marco de la Teoría de los Contratos Incompletos, en los que hay límites a la especificación plena de las contingencias, identifica los derechos de propiedad y la estructura financiera de la empresa como instrumentos clave para alcanzar formas organizacionales eficientes. Además, el Profesor Hart ha discutido en profundidad los procesos de fusiones, adquisiciones y absorciones.

Determinar claramente dónde están las ganancias y las pérdidas de estos procesos se justifica tanto desde el punto de vista práctico como del teórico, es decir, que no sólo por el volumen de negocios que implica, sino también por su impacto sobre la asignación de recursos. Tenemos así otra razón de primer orden para estar atentos al desarrollo que nos presentará a continuación el Profesor Hart. Profesor Hart, lo invito a tomar la palabra.

Profesor Oliver Hart

Quisiera comenzar agradeciendo a todos ustedes, sobre todo a la Universidad, por haberme invitado a hablar aquí, en Buenos Aires. Mi familia y yo hemos pasado un momento muy lindo.

En los últimos 15 años aproximadamente, he trabajado con distintas ideas que tienen que ver con la economía de los contratos, las teorías de las firmas y las estructuras financieras. El propósito de la presentación de hoy es presentarles este trabajo que es teórico y parte de él es abstracto, lo que es algo inusual para una conferencia pública en economía, porque uno normalmente puede ver una gran cantidad de datos, gráficos, y yo no voy a

incluir nada de eso. Va a ser diferente de lo que ustedes suelen ver, pero espero que funcione.

Es evidente que tengo poco tiempo, por lo tanto no voy a poder profundizar el trabajo que he estado realizando, pero de todas maneras quisiera darles un marco de estas ideas.

Voy a utilizar transparencias, y ustedes deberían tener una copia de ellas. Así que, sí por alguna razón no tomo algunas en cuenta, van a poder leerlas después.

En este trabajo que he estado realizando traté de desarrollar un marco para que podamos pensar sobre firmas y otros tipos de instituciones económicas, sobre la idea básica de que éstas surgen en situaciones en que la gente no puede redactar buenos contratos. Dado que toda mi conferencia va a ser sobre este tema, quisiera subrayar esta idea: el punto básico que yo podría argumentar es que, en la práctica, es difícil que la gente pueda redactar buenos contratos que puedan funcionar bien en las situaciones económicas para el futuro indefinido, porque el futuro es muy incierto.

Entonces, la gente en general no escribe buenos contratos, sino que redacta contratos que los economistas consideran como incompletos. Lo que sería interesante sería ver después de qué manera las brechas que hay en estos contratos puedan ser superadas. Lo importante es quién tiene el derecho de poder tomar decisiones que no están especificadas en el contrato inicial.

En mi línea de trabajo podemos pensar en la economía, en las instituciones económicas, firmas, organizaciones, como instituciones que fueron creadas para poder asignar a las personas adecuadas el derecho de la toma de decisiones. En algunos casos va a ser muy eficiente que, por ejemplo, contemos con gran cantidad de derechos que tengan que ver con los poderes para poder subsanar esas brechas de los contratos.

Quizás, en otro caso, para otra persona va a ser asignable- otras veces vamos a querer dividirlo de manera correcta entre las partes contractuales. Entonces, básicamente, considero que las instituciones económicas han sido creadas para lograr un equilibrio correcto del poder. A menudo van a ver que quizás el equilibrio no es totalmente correcto, pero la idea es poder hacerlo lo mejor posible.

Este enfoque al cual hago referencia está resumido en un libro que yo escribí en 1995. No voy a hacer referencias respecto a las ideas individuales, sino que ustedes las pueden encontrar directamente en ese libro, De todas maneras quisiera aclararles que no todo este trabajo es mío, sino que también tomo prestadas ideas de otras personas que también trabajan en esta área.

Quisiera mostrarles que este enfoque puede arrojar luz en temas de por qué se fusionan las compañías, por qué eligen la estructura de capital, etc.

Entonces, voy a comenzar -como dije antes- haciendo un marco, una reseña. Voy a comenzar con un tema que tiene que ver con la decisión de fusión. Este caso tiene que ver

con lo que es una fusión vertical, lo que algunos economistas llaman Integración vertical». Es el caso en que tenemos dos compañías, y una de ellas requiere un insumo de la otra. La pregunta que se presenta es si deberían mantener esa relación mediante un contrato, o si una debería comprar la otra compañía, es decir, si debería haber una fusión o no. Para centrar las ideas, veamos que una de las compañías es una empresa eléctrica y la otra es una mina de carbón. Entonces, la de electricidad va a utilizar el carbón para poder generar la electricidad. Esto no es totalmente abstracto, porque realmente sucede, y se han escrito artículos muy interesantes respecto de este tema.

El punto es que la compañía de electricidad se sitúa cerca de la mina de carbón, entonces, una vez que decide localizarse allí, depende muchísimo de esta mina, entonces está muy preocupada por tener la cantidad adecuada de carbón, la calidad adecuada, y no quiere pagar demasiado. Básicamente tiene dos opciones, puede tratar de gobernar la relación con esta mina redactando un contrato a largo plazo, que especificaría elementos tales como la cantidad, la calidad, el precio, todo conforme a los distintos eventos que puedan sucederse durante esta relación, que va a durar por un período muy largo en el contrato, quizás entre 30 y 50 años. Esta es una manera de hacer estos negocios.

La otra manera, es que la empresa de servicios eléctricos pueda comprar la mina de carbón: "Olvidémonos del contrato, vamos a hacer una fusión".

Si pensamos cuál de estos dos arreglos es mejor, podemos ver que si todos los aspectos de la relación entre estas dos compañías pueden ser previstos, y pueden ser plasmados en un contrato a largo plazo, en ese caso no va a haber razón por la cual las dos compañías tengan que fusionarse. O bien, podemos decir que todos los aspectos de la relación van a poder ser controlados por un contrato, porque el contrato va a ser un documento muy elaborado que va a especificar todas las obligaciones de las partes, sobre todo la cantidad exacta de carbón, la calidad y el precio, bajo todas las circunstancias que se presenten.

Por ejemplo- si existe una caída en el precio del petróleo o si aumenta el precio del petróleo, puede haber una posibilidad plasmada en el contrato, y va a haber una disposición que diga que, bajo tal circunstancia, la cantidad, el precio y la calidad van a cambiar hacia otra dirección, conforme al carbón con el que estamos operando.

O bien, el gobierno puede adoptar una nueva ley sobre contaminación y decir qué tipos de carbón van a tener que ser utilizados, que va a hacer que sean más costosos para esta mina de carbón, y eso va a estar plasmado en el contrato también.

Eso es todo hasta ahora. Quizás no sea evidente esta declaración de que si ellos pueden prever todo, colocar todo en el contrato. En ese caso, no va a haber razón por que estas compañías tengan que fusionarse, pero podemos ver que esto es algo teórico, y la idea es que haya acuerdo entre todas las personas de que esto sucede, pero que no es evidente.

Sí uno les preguntaba hace 30 años a los economistas qué opinaban con respecto a una declaración de este tipo, ellos quizás pensaban que podía ser importante, o que uno iba a

poder tener un contrato general, pero la idea es que ahora no va a haber ninguna razón para fusionarse en un mundo donde tenemos contrataciones ideales. Es decir, puede haber una disputa, y entonces uno puede ir a un sistema de tribunales que sea adecuado, y que diga: "Usted colocó tal información en el contrato, que bajo tal circunstancia se va a proveer distinto tipo de carbón a la empresa de servicios eléctricos".

Voy a tratar de avanzar y ver un poco el caso más interesante en el mundo real, donde la gente no puede redactar esos contratos excelentes, porque, independientemente que puedan anticipar muchas cosas, siempre hay nuevos temas que surgen, que quizás no están previstas en los contratos iniciales. Como consecuencia, resulta que bajo estas circunstancias, en la realidad estos contratos son incompletos, tienen brechas, deficiencias, hay elementos ambiguos, y con cuestiones que no estaban previstas.

Entonces, el punto es de qué manera podemos salvar esas brechas que están en el contrato. Y aquí es donde interesa si tenemos una o dos compañías, o sea, si hay fusión o no la hay. Para ser más precisos consideremos la siguiente situación: supongamos que la compañía de servicios eléctricos instala una caldera para poder quemar el carbón, pero quizás esta caldera no funciona bien si el suministro de carbón es impuro. Entonces, ese es el problema que se le enfrenta a esta compañía eléctrica, es decir, tiene que asegurarse que el carbón sea puro.

Si uno puede decir exactamente qué significa ese "carbón puro" en el contrato, uno redacta el contrato y estipula: "La mina de carbón tiene que proveer carbón puro", pero en la práctica, no obstante, la palabra "puro" es muy difícil de definir; quizás hay diferentes tipos de impurezas, y quizás sea difícil de anticipar cuánto va a importar esa impureza. Entonces, en caso de que resulte que el problema es el contenido de cenizas de este carbón, como dije antes, no es algo que puedan anticiparlo cuando se redacta el contrato, porque de haber sido así el caso podrían haber estipulado que la mina de carbón no debería suministrar carbón con alto contenido de cenizas.

Pero no lo pensaron, quizás pensaron en otras cosas, pero no en esa. Entonces, en tal caso, eso constituye un tema importante. Lo que puede suceder en este momento es que, si las dos compañías están separadas, la mina de carbón va a poder satisfacer los términos del contrato suministrando el carbón con un alto contenido de cenizas, porque no va a violar el contrato ya que éste no estipulaba que el carbón debía tener un bajo contenido de cenizas.

Sí así pasa, la compañía de servicios eléctricos tiene un problema que baja las ganancias, porque no funciona la caldera, tienen que modificarla, y por lo tanto sufren. Entonces, en ciertas situaciones en las que la compañía de servicios eléctricos es la dueña de la mina de carbón, el gerente, el administrador de la mina va a estar pensando en el suministro del carbón con un alto contenido de cenizas a la empresa de servicios eléctricos. Entonces, el jefe de esta empresa eléctrica le puede decir: "No les voy a permitir que ustedes hagan

esto. Insisto en que saquen el carbón de otro depósito de la mina, y que tenga un bajo contenido de cenizas".

Supongamos que yo soy la empresa de electricidad y usted sea la mina. La única forma en la que puedo evitar que usted suministre ese carbón malo, es cuando yo soy dueño de usted, es evidente. En ese caso, yo puedo evitarlo diciéndole de dónde tiene que sacar el carbón, y la razón por la cual lo hago es porque es mi mina de carbón. Pero eso no es algo que yo pueda hacer si es su mina de carbón, si somos dos compañías separadas, porque no tengo derecho de obligarlo a extraer el carbón de tal o cual zona.

Dado que el contrato no estipulaba nada al respecto, usted, como dueño de la mina, quizás pueda optar por ello, Por lo tanto, la conclusión es que en el caso en que tengamos dos compañías separadas, usted va a poder suministrar el carbón que quiera, mientras que si yo soy su propietario, tengo más poder y puedo evitar que usted haga esas cosas negativas para mí.

Para resumir, si la compañía de electricidad ha comprado la mina de carbón al comienzo de esta relación, va a tener más poder en las negociaciones en curso que como si fueran dos instituciones separadas. Podríamos decir que la frase para describir esto es que si la mina de carbón me pertenece, tengo más poder porque tengo los derechos residuales de control sobre esa mina de carbón, por lo tanto, tengo todos los derechos por encima de lo que estaba en un contrato inicial porque soy el propietario.

Por el momento, podríamos decir que sí pensamos en que la compañía eléctrica quiere comprar la mina de carbón, si está preocupada por ese tipo de cosas, sí está preocupada porque sucedan cuestiones y por ver que se satisfagan los términos y condiciones del contrato, y si no puede hacer una buena tarea porque no puede obtener el carbón adecuado y hay sufrimiento, en ese caso, quizás va a querer comprar la mina, en vez de tener un contrato más completo con ella.

No obstante, ese no es el único hecho que tenemos que tener en cuenta porque, si bien tenemos poderes adicionales, también hay una parte negativa. Por eso, aquí tenemos el argumento de por qué, en algunas circunstancias, la compañía eléctrica no debería comprar la mina de carbón.

Muchas veces el administrador de la mina puede ser empresarial y piense en unas formas mediante las cuales pueda tener un carbón que sea más eficiente. Supongamos que usted es el administrador de la mina y piensa que hay una forma mejor para producir el carbón. Si usted es parte de mi compañía, algo que puede hacer es decirme- El administrador ahora es mucho más eficiente, entonces voy a dificultarle más las cosas. Voy a hacer que extraiga el carbón de una parte de la mina que sea mucho más costosa, donde tenemos una mejor calidad de carbón. Porque él es más eficiente, sé que va a estar preparado para hacer esto. No va a irse de la compañía porque puede seguir ganando dinero y va a valer la pena que siga trabajando para mí, porque es más eficiente".

Entonces, se vuelve más eficiente, baja el costo, es más fácil para él hacer las cosas, pero yo, como represalia, le dificulto las cosas y le digo-. "Usted no puede extraer el carbón de la parte fácil de la mina, sino que ahora lo tiene que extraer de la parte más difícil, donde tiene una mayor calidad".

El administrador de la mina de carbón, anticipando esto, no tiene muchos incentivos para ser más eficiente, porque cada vez que se vuelve eficiente la vida no se le facilita porque su jefe responde dificultándole las actividades. Entonces, esto no le da incentivos para poder tener buenas ideas.

En oposición a ello, si la mina de carbón es una compañía separada, y el administrador -que en este momento es el propietario- tiene una mejor forma de poder producir carbón, va a obtener los beneficios. La compañía eléctrica no va a poder hacer una represalia, ni decirle: "Queremos mejor carbón", porque no pueden obligarlo a extraer el carbón de la mejor parte de la mina. No lo pueden obligar a tener ese carbón de mejor calidad extrayéndolo de la parte más difícil de la mina, porque no tienen esos derechos de control residual. Solamente pueden confiar y basarse en el contrato, y el contrato simplemente estipula que tanta cantidad de carbón va a ser producida. Si encuentra una mejor forma de hacerlo, en ese caso usted va a obtener las ganancias para sí mismo.

Si pensamos que las actividades empresariales, las actividades innovadoras son importantes para el jefe o el administrador de la mina, le vamos a dar más poder a esa persona, para poder obtener los beneficios de sus propias buenas ideas. Y la mejor manera de hacerlo es hacer que él sea independiente, que esté en una compañía separada, Esto debería ser una idea de sentido común, y creo que hay muchos empresarios aquí, en la audiencia, que deben estar muy familiarizados con esta idea. Es decir, si ustedes son empresarios y tienen sus propios negocios, tienen más libertad. Si tienen una idea, la aprovechan.

En oposición, si ustedes trabajan para otra persona y tienen una idea, quizás no van a poder aprovecharla, porque la mayoría de las ganancias van a pasar a la persona para la que trabajan.

Como sucede muchas veces en la economía, hay una concesión, es decir, más poder para la empresa eléctrica es mejor, porque de esa manera la mina de carbón no la hace sufrir; pero a veces es negativo porque le permite a esa empresa eléctrica hacer cosas negativas al administrador o a la persona a cargo de la mina de carbón. Entonces, todo depende de cuál es el efecto más importante; en algunas situaciones, van a querer darle el poder a la empresa de servicios eléctricos, y en otros casos van a esperar que esta empresa compre la mina para tener más poder.

Es decir, ustedes quieren estimular esta actividad empresarial mediante lo que sería el jefe de la mina, y de esa manera la van a mantener separada. De hecho, pasa que las pruebas empíricas son coherentes con este pensamiento.

Se observó que cuando las empresas de servicios eléctricos se localizan cerca de estas líneas o de estas minas de carbón, a menudo tienen integraciones que se llevan a cabo, es decir, la empresa eléctrica compra la mina. Pero cuando esa empresa eléctrica está a cierta distancia de la mina de carbón determinada y puede extraer carbón de otras minas también, en ese tipo de situaciones las fusiones o integraciones son menos comunes.

Esto es compatible con esta idea, porque el primer efecto del que hablé es que la empresa de servicios eléctricos estaba preocupada en que la mina aprovechara la situación. Y esto puede ser muy serio cuando yo estoy situado muy cerca de usted.

Si yo puedo comprar carbón de distintas fuentes no estoy preocupado, porque si usted empieza a tener una conducta oportunista, yo puedo pasar a otra compañía. Entonces, el primer efecto que va a ser importante es si yo estoy cerca de usted. Y el efecto empresarial, es que queremos darle al gerente o administrador de la mina un incentivo para que pueda producir mejor el carbón. Esto va a ser siempre importante porque es constante.

Entonces, podemos decir que esto va a ser importante cuando esté cerca de usted, por lo tanto voy a esperar que haya más fusiones en esta situación, porque en ese caso podemos decir que el primer efecto va a ser más importante que el segundo. Pero si yo digo que puedo comprar carbón de diferentes fuentes, el segundo efecto va a tener más peso que el primero, y esto es lo que se puede hallar en los casos en los que podemos ver que no dependemos tanto de esa mina de carbón y que, por lo tanto, no va a haber tantas fusiones, sino compañías separadas.

Hagamos un resumen- lo que podemos aprender es que estas decisiones de fusión pueden observarse como un equilibrio de poder óptimo, es decir, es una concesión. No podemos esperar una situación ideal porque si uno tiene más poder, el otro tiene menos, por lo tanto, podemos tener un beneficio pero también tenemos un costo. Tenemos que equilibrar estos temas, y en distintas situaciones va a haber resultados diferentes. A veces va a haber una fusión, otras veces no.

No sé si quizás tengan alguna pregunta, o podemos dejar las preguntas para el final

Si no hay ninguna pregunta voy a pasar a las decisiones de financiación.

Recuerden que hablé de una segunda aplicación que tenía que ver con comprender de qué manera las compañías pueden financiar nuevas inversiones. Quisiera que ahora olviden todo lo que hablamos de la mina de carbón y la empresa de servicios eléctricos. Ahora piensen en ustedes como empresarios y como personas que tienen una idea interesante. Esto es importante- usted tiene una muy buena idea para una empresa comercial, pero no tiene el dinero.

Entonces, yo soy un capitalista rico, tengo mucho dinero pero no tengo ideas en absoluto. En principio podríamos hacer negocios, usted tiene la idea y yo tengo el dinero, es decir los dos nos necesitamos mutuamente. La pregunta que se presenta es: ¿cómo vamos a hacer para llegar a un acuerdo?

Si usted tiene la idea y quiere que yo invierta el dinero, la pregunta es: ¿Qué obtengo de eso? Obviamente, lo que puede haber para mí es la idea de poder tener los retornos de su idea. Si su idea resulta en dinero, yo voy a compartir ese dinero, voy a compartir esos fondos. La pregunta es: ¿Cómo estructuramos las acciones exactamente?

Una posibilidad es que usted podría emitir acciones para mí. En ese caso soy un capitalista, un financista. Lo que usted podría hacer es emitir acciones en el proyecto como si fuese financiamiento de capital. Básicamente, yo doy el dinero porque después voy a tener una participación de los resultados finales de proyectos, o bien después voy a vender la compañía. Y usted tiene esta idea, genera el negocio, es muy exitoso, después lo vendemos, y vamos a tener miles de millones de pesos realizados.

Entonces, una pregunta muy interesante que podemos hacernos es- ¿Qué tipo de acciones vamos a obtener. Ustedes podrían pensar que todas las acciones son iguales, pero no, no lo son. Podemos tener acciones con derecho a voto y sin derecho a voto, y de otro tipo, como acciones preferidas, etc.

Ahora pensemos en acciones con voto y sin voto, o con voto y con menos derecho a voto, porque no es que no va a tener ningún voto, sino que va a tener acciones con pocos derechos a votos.

Entonces, consideremos dos casos extremos: uno, en el cual tengo las acciones sin voto, es decir que ellos tienen todo el control y yo sólo tengo la participación en las ganancias. El tema es que quizás yo no esté complacido con eso, porque si usted tiene todo el control significa que puede decidir cuándo se va a pagar un dividendo. Entonces supongamos que la empresa empieza a generar dinero, usted puede pensar- "Voy a esperar. Podemos mejorar aún más, podemos reinvertir las ganancias y empezar a agrandar el negocio". Usted puede decidir que no va a pagar dividendos, lo cual es muy común. Hay empresas que empiezan y no pagan dividendos, sino que reinvierten.

Quizás yo no esté complacido con eso y quiera que usted me devuelva mi dinero, O podría ser que usted no vaya a estar interesado en vender el negocio porque es su bebé, usted puso todo su corazón y quiere continuar. Y yo puedo sentir que otra persona pueda administrarlo mejor, pero usted no está dispuesto a venderla.

Entonces, si usted tiene las acciones con voto y yo tengo las acciones sin voto, usted tiene los derechos para tomar estas decisiones. Sobre todo, por encima de lo que decía el contrato inicial. Recuerden que siempre hay un contrato marco, pero este contrato está incompleto.

En función de derechos residuales, son todas tomadas por usted. Y dado que puedo entenderlo, me doy cuenta de que quizás nunca pueda obtener mi dinero. Porque aun cuando la empresa no funcione muy bien, usted no va a querer pagar dividendos, va a seguir reinvertiendo con la esperanza de que las cosas mejoren.

Aun cuando haya alguien que esté dispuesto a pagar mucho por su negocio, usted no va a querer vender, va a querer continuar y, dado eso, quizás yo no pueda ver nada para mí.

Entonces, no estoy dispuesto a invertir mi dinero si ese va a ser el tipo de trato que voy a obtener.

Otra posibilidad es que podría tener acciones con voto. Si tenemos un nivel crítico, es decir, si yo tengo más de 50% de los votos tengo el control. Y si tengo menos del 50% no vale nada. No es totalmente realista, pero la idea de que tengo un 49% y usted tiene 51 % significa que yo no tengo nada en función de los votos, porque usted podría tomar todas las decisiones y ganarme en función de los votos.

De todas maneras, podemos ver que lo interesante es el otro extremo con respecto al primer caso que vimos, donde yo tengo más de un 50% de los votos. Entonces, ahora la mesa está determinada de una manera diferente; yo tengo todo el poder cuando tenemos que tomar decisiones con respecto a los dividendos o a la venta de la empresa. Entonces, usted está allí sentado y piensa: "Esta persona va a tomar todos los dividendos, no va a querer generar más crecimiento en el negocio. La primer oferta que se ponga sobre la mesa, él la va a agarrar."

Entonces, esto es quizás mejor para mí en función de que voy a tener confianza de que puedo recuperar mi inversión inicial, pero quizás no sea tan atractivo para usted, porque usted está preocupado por el hecho de que voy a concluir el proyecto, lo voy a vender a otra persona, no voy a permitir que crezca ese negocio, sino que voy a sacar todo el dinero de la compañía.

Una vez más, en un contexto bastante diferente, tenemos una concesión similar, es decir, es una cuestión de cómo asignamos el poder. Tenemos dos extremos en estos casos: en un caso, usted tiene más de 50% de los votos y tiene todo el poder. En este caso a usted le va muy bien pero quizás yo no recupere mi inversión inicial, por lo tanto en ese caso no vamos a poder hacer el negocio.

El otro extremo es donde yo tengo el poder, tengo confianza de recuperar mi dinero, pero usted va a estar preocupado porque puedo concluir el negocio, aun cuando usted piense que es un negocio muy promisorio.

Entonces, surge que tenemos un arreglo financiero intermedio que puede hacer un buen equilibrio. La forma en que funciona este contrato de deuda, es que en vez de que usted o yo tengamos todo el poder, en este caso lo hacemos conviniendo una secuencia de pagos que me tiene que hacer. En la medida en que usted efectúe esos pagos, va a poder ser el

jefe, va a poder retener el control del proyecto. Pero si no puede pagar pierde control, y en ese caso yo seré el jefe.

Lo bueno al respecto es que en la medida de que usted efectúa los pagos no va tener que preocuparse en que yo intervenga. De hecho, usted tiene un incentivo y consecuentemente va a seguir administrando bien el negocio y va a poder cumplir con su parte del contrato. Tan pronto como usted no cumpla con un pago, yo intervengo. Hay un incentivo muy fuerte para que usted se asegure que va a efectuar los pagos.

De alguna manera esto es bueno para usted, porque en la medida en que se comporte razonablemente va a estar bien- y también es bueno para mí, porque no me voy a preocupar porque haga locuras o reinvierta cada peso que obtenga del proyecto. Usted no lo va a hacer porque si no, no va a poder hacer el pago de la deuda, y en ese caso yo voy a concluir el proyecto. Así que es una idea para que usted siga siendo siempre honesto, yo esté protegido y que me impida que esté todo el tiempo tratando de venderle el negocio.

¿Qué aprendimos de todo esto? Todo se trata del equilibrio del poder entre las dos partes y la deuda que se hace en un buen compromiso. Esto nos ayuda a comprender por qué la deuda es un instrumento financiero tan popular; vemos un montón de financiamiento de deuda por esta razón. Si ustedes leen publicaciones en economía, pueden ver que la gente habla de lo que serían las ventajas impositivas. No sé cómo será la situación aquí, en la Argentina, pero por lo menos en Estados Unidos y en el Reino Unido, la deuda significa una situación impositiva favorable y muchas veces las compañías escogen la deuda.

Esta es una de las razones, pero quizás sea una razón más fundamental, como que la deuda es una muy buena concesión y una buena promesa, porque podemos hacer una división eficiente del poder entre las dos partes. Si pensamos de esta manera podemos comprender por qué los empresarios, si no pueden tomar préstamos, utilizan otras formas para evitar la pérdida de control.

A menudo no desean emitir más de un 50% de los votos para un financista externo porque no quieren perder el control, por lo tanto, optan por otros vehículos para el financiamiento. Por ejemplo, tratan de tener asociaciones, acercan a miembros de su familia, piensan en otros tipos de organizaciones empresariales para que el fundador del negocio no tenga que abandonar el control.

Ahora voy a seguir avanzando con un ejemplo, pero quisiera hacer una generalización y hablar de la situación cuando ustedes tienen que obtener capital de distintos inversores o distintos financistas.

Antes hablábamos de una situación de dos personas, o sea, yo era suficientemente rico como para financiar el proyecto. Pero en la realidad, si tenemos un proyecto muy grande, o bien, si yo tengo mi capital en un lugar determinado, no voy a poder invertirlo todo y voy a necesitar tener diferentes financistas.

La pregunta que nos tenemos que formular es: ¿Cómo se cambian las cosas? Se cambian en sentido de mantenerlo interesante. En primer lugar, si ustedes utilizan lo que sería el capital para poder hacerlo y quieren emitir acciones con derecho a voto, dejan el control pero se lo hacen a varios inversores, no a uno. Y esto resulta que se cambia de manera interesante.

Supongamos, por ejemplo, que tenemos 10 inversores y cada uno tiene un 6% de los votos. Conjuntamente van a tener un 60% de los votos, y el empresario tiene un 40%. Entonces, el empresario no tiene el control, lo tienen los inversores. Pero en este caso podemos decir que el empresario tiene un control, porque los empresarios tienen que coordinarse para ejercer el control, ya que individualmente tienen sólo un 6%.

Entonces, como inversor, con un 6% no puedo hacer nada, tengo que reunirme con los otros, y eso a lo mejor es algo difícil para mí. A medida de que sea difícil, el empresario va a tener mucho más poder que lo que tenía antes, cuando era él con un 40% y yo con un 60%, porque en tal caso yo no tenía que hacer ninguna coordinación, sino ejercer el control directamente.

Cuando tenemos distintos accionistas con acciones con derecho a voto, como ser en grandes compañías o compañías que cotizan, podríamos decir que la gerencia tiene mucho poder, aun cuando no tengan un control formal en los votos, pero sí tienen un control efectivo por el problema de coordinación que se presenta ante los inversores.

Esta es realmente una de las razones por las cuales la toma de control es importante, porque de esta manera alguien puede comprar todos los votos. En unos minutos voy a hacer referencia a las implicancias de las estructuras financieras que pueden derivar, pero vamos a dejarlo a un lado por el momento.

Veamos ahora otro caso en el cual el empresario toma prestado. Pero toma prestado de distintos prestadores en vez de uno. ¿Cómo cambia esto las cosas? Cuando vamos de un accionista a varios, podemos ver que se cambian las cosas, porque el empresario sigue teniendo más poder por el problema de coordinación entre los accionistas, pero ¿qué sucede cuando pasamos de pedir prestado en un banco, a varios bancos?

La respuesta es que es el sentido opuesto, es decir, en función de equilibrio de poder, en la medida en que ustedes paguen la deuda nada va a cambiar, porque en la medida en que ustedes hagan esos reintegros, ustedes están a cargo, Eso es como sucedía antes,

Lo que sí cambia es el caso en que usted no efectúa un pago. Anteriormente, cuando yo era el único prestador, si usted incumplía, yo tenía derecho de ingresar y concluir el proyecto, En el caso de la ejecución de una casa, por ejemplo, el banco vendía la casa, o bien tomaba los activos y los vendía. Pero la cosa es quizás yo no opte por eso, porque tal vez el default no era su culpa, quizás usted está en una industria que está atravesando un mal momento, o bien devaluó el Real en Brasil y se hace muy difícil para que opere una compañía argentina,

En tal caso, la deuda no estaba indexada con respecto a lo que estaba sucediendo allí. Ese es un ejemplo muy común de lo que sería la falta de completitud en un contrato.

Entonces, yo, como banco, puedo pensar: "Esta persona no estaba haciendo un mal trabajo. Tan sólo fue una cuestión fuera de su control." Entonces puedo pensar que sea mejor renegociar la deuda y que usted continúe porque tiene una buena empresa. El tema es que esto se vuelve más difícil cuando tenemos varios prestadores.

Voy a mostrarles lo que sucede. La idea es que cuando tenemos varios prestadores y tenemos la idea de la condonación de la deuda, es más difícil que todos estos prestadores puedan coordinarse. Básicamente, la razón es que cada prestador tiene un incentivo de decir- "Voy a hacer que las otras personas condonen parte de la deuda, pero yo voy a ser más estricto y no voy a condonar mi parte". Todos piensan así, y quizás piensan que la condonación de la deuda nunca va a ocurrir, aun cuando tengamos un interés colectivo.

Por supuesto -todos los empresarios presentes lo deben saber- este es un problema muy real en el mundo, y es una de las preocupaciones de la gente cuando hablamos de otorgar préstamos a las compañías en países en desarrollo. Yo vi ayer a Robert Rubin en una presentación que realizó, y decía que los prestadores internacionales tendrían que asegurarse que los procedimientos de renegociación estén incluidos en los contratos de deuda, para que si surge una situación en la cual la compañía en un país en desarrollo no pueda pagar, que deba haber un mecanismo para hacer una renegociación de la deuda.

Pero en la práctica, dichos mecanismos no están presentes, entonces no se puede renegociar la deuda. Como consecuencia, ustedes pueden entablar un procedimiento de quiebra. Se trata de un mecanismo automático para instar la renegociación de la deuda cuando hay varios prestadores.

En ese caso, se trata de responder al problema que mencioné, es decir, tenemos problemas de coordinación entre los bancos, hay una buena firma que entra en default y no es su culpa, la deuda debería ser condonada, los bancos no pueden actuar conjuntamente, entonces, la compañía entra en un procedimiento de quiebra, y de alguna manera existe lo que sería la reestructuración de la deuda de manera automática.

Voy a darles un ejemplo numérico muy simple al respecto: tenemos E, que es el empresario, ustedes. Ustedes deben 120 dólares a dos prestadores, 60 a cada uno de ellos. Imaginemos que ustedes no tienen ningún ingreso actual, es un caso extremo porque ustedes no tienen nada. El valor de la compañía es de 80 dólares, el valor de liquidación es de 70 dólares.

¿Qué significa esto? Significa que si la compañía sigue operando, si los dos prestadores renegocian la deuda y hacen que la compañía siga funcionando, eventualmente van a tener un valor de 80, pero si ellos venden los activos van a obtener solamente 70 dólares. Este es un ejemplo en el cual la compañía está en quiebra; ustedes están en quiebra porque no pueden pagar, deben 120 y no tienen nada.

Entonces, están en quiebra pero puede ser eficiente para que ustedes puedan continuar. Ustedes son una compañía que debería ser salvada porque valen más en vida, o sea, en vida valen 80 y si la compañía desaparece, valen 70. Esta es una compañía a la cual el prestador le va a decir: "Debería condonar a 80. Me olvido de los 120 y eventualmente voy a tener por lo menos 80".

El problema que se presenta es que si tenemos dos prestadores va a ser más difícil, porque si el empresario va a los prestadores y les dice: Por favor, haga una condonación de un tercio de su deuda", actualmente yo le digo: "Ahora le debo 60 a cada uno y quiero que condone un tercio, es decir, 20. Entonces, en vez de 60, yo les voy a deber a cada uno de ustedes 40 dólares".

Supongamos que yo sea uno de los prestadores y diga: "¿Debería aceptar este trato? ¿Debería acordar la condonación de la deuda". Supongamos que usted, el otro prestador, va a condonar la deuda. En ese caso, quizás yo diga: "Quizás yo no la condone", porque el argumento es que si usted condona a 40 y yo no lo hago, a mí me van a deber 60 y a usted 40. $60+40$ es 100, o sea, la compañía sigue estando en quiebra y va a ser liquidada. Si así sucede, tenemos 70 dólares, lo cual se divide en un 60% para mí y 40% para usted, porque usted condonó la deuda y yo no.

Pero podemos decir que si los dos condonamos la deuda, vamos a dividir los 80 en un 50-50, así que yo obtengo 40. Entonces va a ser mejor para mí poder ser egoísta y dejar que la compañía sea liquidada, y aunque ahora deban 70 en vez de 80, voy a tener una porción más grande de esos 70.

Por supuesto que usted va a tener el mismo argumento que yo, entonces, ambos vamos a rehusarnos a condonar la deuda, y la compañía va a ser liquidada aun cuando nuestro interés colectivo es que continúe la compañía, porque es evidente que si ninguno condona la deuda vamos a tener la mitad de 70, que es 35 cada uno.

Este es un ejemplo para mostrarles de qué manera la condonación de la deuda puede ser difícil cuando tenemos múltiples prestadores. En este caso sólo tenemos dos.

Observen -y aquí viene el punto que quiero mencionar- que no es difícil llegar a un procedimiento de quiebra para resolver este problema. Y este procedimiento de quiebra, sería una suerte de... si tomamos a Estados Unidos como ejemplo, tenemos dos procedimientos importantes: uno, que es el capítulo 7, que sería la liquidación. Y el otro caso sería un mecanismo más sofisticado, que es el capítulo 11, que hace que haya una renegociación de la deuda.

Lo que vale describir ahora es una versión más simple de lo que sería el mecanismo sofisticado del capítulo 11. Esto es mucho más simple pero funciona.

El procedimiento es: cuando una compañía entra en quiebra, lo que hace es tener una conversión deuda-capital automática, es decir, cancelan toda la deuda y la reemplazan por capital, por acciones. En este caso, si tenemos dos prestadores, cada uno de ellos es

dueño de un 50%, en ese caso, ya no van a ser acreedores ni prestadores, sino que van a ser accionistas, o sea, sacamos la deuda a un lado y ahora damos todas las acciones a ustedes.

Entonces, antes, el empresario era el accionista, pero perdió todas sus acciones y sus votos porque quebró, entonces pasa todo a los acreedores. Eso significa que cada prestador es un accionista de un 50%, luego tienen una reunión donde tratan de llegar a un concordato sobre lo que van a hacer ahora.

Van a decirse: Es mejor que continuemos con esta compañía, porque la mitad de 80 es más que la mitad de 70". Entonces, con la conversión automática de deuda-capital van a obtener el resultado deseable de poder salvar esta buena compañía.

Esto fue un ejemplo de cómo, en un mundo donde tenemos muchos prestadores y contratos que son incompletos, uno puede observar cómo es este mecanismo de quiebra. Este fue muy simple y puede llegar a un resultado muy próspero.

Este es un mecanismo en el que varios autores y yo hemos estado avanzando, pero por el momento no hay ningún país que haya adoptado este mecanismo. Quizás Argentina lo haga después de mi visita,

Por último, tenemos una aplicación de estas ideas.

Entonces, sí volvemos al tema de las tomas de posesión, mencioné el problema que surge cuando un empresario quiere obtener capital y tiene que hacer caso a varios inversores y tiene que emitir acciones para cada uno de ellos.

Olvídense de la deuda, vamos a volver al tema de obtener capital mediante la emisión de acciones. Hablamos de qué manera a veces es muy fácil tener acciones con derecho a voto y otras sin derecho a voto. Ahora voy a formular una pregunta un poco diferente: ¿Alguna vez querrían ustedes emitir una combinación de acciones con voto y sin voto?

Ustedes son los empresarios, ¿a ustedes le parecería acercarse a 100 o a 100 personas y decirles: "La mitad de ustedes van a tener acciones con voto, y la otra mitad va a tener acciones sin derecho a voto"?

Sucede que eso es inusual en la práctica. No sé si ocurre en la Argentina, pero en la mayoría de los países es bastante inusual. Lo que sí es común es que algunas personas tengan más votos por acción que otras, pero esos son los empresarios, la familia, es decir, un negocio de familia que retiene el control mediante la posesión dejando un 50% de los votos, y se puede hacer mediante la emisión de acciones a personas externas a la compañía que van a tener acciones con menos votos que los otros.

Me estaban diciendo hace un momento que algunas veces es mejor que el empresario tenga el control. Quizás el empresario quiere emitir acciones sin derecho a voto para un inversor externo porque quiere tener el control. Entonces, comprendemos que a veces eso es bueno y eso explica por qué esos negocios de familia a veces retienen el control.

Lo que no es común es que las personas que no están dentro de la familia retengan distintos tipos de acciones, con más y con menos votos. En ese caso tenemos acciones muy dispersas de distintas clases.

Sería agradable decirles por qué es inusual. Podemos utilizar ideas similares a las que hice referencia anteriormente.

Concentrémonos en este caso tan simple- tenemos acciones con voto y acciones sin voto. Si ambas acciones están en posesión de inversores externos, puede surgir una mala situación. Alguien, que puede ser un reider; -es decir, estaríamos en una toma de posesión hostil- toma control de la compañía mediante la compra de las acciones que tienen más votos. Diluye el valor de las acciones sin voto, y consecuentemente va a ser negativo para la compañía porque esta persona sigue teniendo el control.

En este caso tenemos un ejemplo numérico muy simple para poder ilustrarlo: supongamos que ustedes tienen acciones que tienen un valor de 100 dólares, eso es lo que cuesta la compañía en este momento, Entonces, si ustedes van a la Bolsa pueden observar que cada acción se va a vender a un dólar.

Supongamos que la mitad tiene votos y la otra mitad no. Las que tienen voto valen 50, las otras valen 50, en total es 100. Entonces, digamos que esta persona externa es menos eficiente que la dirección actual de la compañía, o sea, va a generar un valor correspondiente a 95.

Entonces, ustedes podrían pensar: "¿Cómo esta persona que es ineficiente, va a tomar el control de esta compañía? ¿Cómo una persona que tiene un valor menor a la dirección actual va a poder obtener el control?. Es algo que no es razonable, pero es posible conforme a este tipo de estructura de voto.

Hay un poco más de información que quisiera transmitirles: este reider es menos eficiente, pero por otro lado es bueno en el sentido de que se coloca en su propio bolsillo, y quizás él puede desviar cierta cantidad de las ganancias de ese 95 que es su valor, y se lo toma para sí.

Supongamos que puede desviar 15, y 80 pasa a los accionistas. En ese caso vale todavía menos: 80 versus 100. Lo que él hace es: hace una oferta de las acciones con voto, y ofrece 51, que es más de lo que valen ahora, entonces está ofreciendo un poco más de 1 dólar por acción. Eso es atractivo para los accionistas con derecho a voto, porque prefieren tener 51 que 50.

Entonces, la respuesta aquí es que si ellos venden esas acciones, esta persona va a tener todos los votos porque va a tener todas las acciones con voto. Él pagó 51 y tiene la mitad de la corriente de ingresos, porque recuerden que tuvo que dividirlo con las acciones que no tenían voto. Entonces, en ese caso tiene acciones que valen sólo 40 para él, porque las acciones valen 80 y él tiene la mitad. El pagó 51 por algo que vale 40, entonces, perdió 11.

Pero recuerden que ya se había guardado 15 para sí, entonces, pierde 11 pero gana 15. Por lo tanto, de esta manera tiene el control, es decir tiene una pérdida de capital en las acciones con voto, pero esa pérdida de 11 es más pequeña que este beneficio privado de 15 que él obtuvo por ser el dueño de la compañía.

Entonces, cuando los accionistas con derecho a voto le van a vender, se da cuenta que pierden los accionistas que no tienen voto. Antes tenían 50 y ahora van a tener 40. Entonces, los accionistas con voto ganan 1, el reider gana 4, pero los accionistas sin voto pierden 10. Así que hay una pérdida neta de 5, no obstante, el reider mantiene el control. Entonces, si uno no tiene acciones con voto y sin voto y sólo tiene una clase de acción con voto, lo que se llama "una acción-un voto", esto no puede suceder. Si tenemos una acción-un voto, la única forma en que uno no pueda tener control es ofrecer 101. Pero si él hace eso está pagando 101 por algo que para él vale solamente 80. Así que tenemos una pérdida de capital de 21, que es menos que la ganancia privada de 15 que él obtuvo, entonces no lo va a hacer.

En este caso, él lo puede hacer cuando puede ofrecer la prima solamente a una fracción de las acciones, es decir, en este caso las que tenían voto. En esas circunstancias va a ser interesante para él.

Teniendo acciones duales podemos ver que la persona indeseable puede tomar el control. Lo interesante es que si ustedes le preguntan a la mayoría de la gente qué es bueno acerca de esta idea de una acción-un voto, lo que dicen es que es democrático. En este caso tiene que ver con la eficiencia, porque si no tiene una acción-un voto, va a hacer que personas negativas tomen el control de su compañía.

Voy a detenerme, y voy a hacer un resumen explicándoles algo que considero que son ideas en las que ustedes van a estar de acuerdo conmigo. Espero que estén de acuerdo con este enunciado. En tal caso, les habré explicado muy bien lo que les quería explicar.

La idea es que tenemos falta de elementos completos en el contrato, más la capacidad de poder explicar una serie de cosas tales como las fusiones, estructuras financieras, quiebra, etc.

Podemos decir que la economía convencional no puede explicar esto, Por supuesto no nos da el tiempo para poder profundizar lo que significa la economía convencional.

Muchas gracias.

Preguntas y Respuestas

¿Cómo uno puede utilizar estas ideas para explicar el caso de una familia más que una compañía? Empecemos por ese punto. Un aspecto del tema que ustedes quizás tengan en mente sería el contrato matrimonial; esto es algo que me viene a mí a la mente.

Supongamos que pensamos en contratos, en un contrato incompleto, un buen ejemplo sería un contrato matrimonial. Debería decirles que no he dedicado demasiado tiempo a aplicar estas ideas a ese tipo de contrato, pero podría ser interesante hacerlo. Algo que lo hace a uno pensar sobre este tema es que sí queremos tener leyes o legislación sobre matrimonios, un enfoque que se podría tomar es imaginar una situación en la cual las personas se casan y redactan sus propios contratos. En ese caso, no necesitan tener al Estado o a alguien participando en ese vínculo matrimonial como sucede en la actualidad. En la actualidad la mayoría de la gente firma el mismo contrato matrimonial o prenupcial. Quizás algunas personas tienen contratos especiales, así que podrían imaginarse que si cada vez tenemos más de ese tipo de contratos, quizás ya no tengamos más lo que es la institución del matrimonio, porque cada asociación sería diferente. Algún contrato estipularía: "esto es lo que sucede si nos divorciamos; otro diría: "nunca nos podemos divorciar". Creo que se ha sugerido -no sé si está sucediendo- en algunos estados de Estados Unidos que debe haber dos tipos de contratos prenupciales.- uno que permita la posibilidad de divorcio, y el otro que no la permita. Así que uno puede elegir qué tipo de contrato suscribir y se podría elegir distintos tipos de penalidades en el caso de divorcio, distintas formas de dividir los bienes.

Cuando esto involucra a los niños es mucho más complicado; en ese caso tenemos las partes del contrato, pero los niños no son partes voluntarias del contrato porque ellos no se pusieron de acuerdo para nacer, así que va a ser un poco más complicado, pero yo diría que es algo fascinante en lo cual poder pensar. ¿Quién formuló la pregunta? ¿Esto es lo que usted quiso preguntarme? Sería interesante, digo, sentarse y pensar respecto de este tema.

Los incentivos para la generación de la tecnología. A nivel amplio, general, creo que la primera aplicación a la que yo hacía referencia tiene que ver con lo que sería el administrador de la mina de carbón. Yo pensaba de qué manera poder lograr que sea más empresario y la respuesta en ese caso es que le queremos dar independencia, que deriva de ser el titular de su propia compañía. Creo que fácilmente podríamos comprender dentro de este marco por qué los empresarios a menudo son los generadores más importantes de nuevas ideas.

¿Por qué no sucede en las compañías establecidas? Frecuentemente, cuando compramos tecnología podemos observar que hay un montón de compañías establecidas que pasan a ser nuevas instituciones, las financian y hacen que esas compañías hagan la investigación, porque van a tener un mejor incentivo para hacerlo ya que son independientes, a diferencia de que la gente que está dentro de esa compañía tenga que ser la persona que actúe porque va a haber mucha burocracia. Creo que eso es muy coherente y compatible con la primera aplicación a la que hice referencia.

La pregunta es si los derechos con control residual en el caso de activos, de bienes -que yo no hice mucha referencia a este tema pero que es parte, por supuesto- si eso es más posible en el caso de fusiones que en el caso de un financiamiento,

No estoy seguro de que pueda entender bien la diferencia. Creo que hay algunas situaciones en las cuales se ve claramente qué es la propiedad y podemos decir quién tiene los derechos residuales de control sobre ella. En el caso de la mina de carbón tenemos un activo y podemos decir qué parte de la mina va ser la que sea la parte extractora de carbón, pero si yo soy el dueño de la mina de carbón puedo decir: "Y, si usted es el dueño de la mina de carbón, usted va a decidir".

En muchas compañías es más difícil poder localizar cuál sería la propiedad crucial. Si pensamos en una compañía financiera, una compañía contable, cuáles son los activos importantes y dónde interesan, por ejemplo, estos derechos residuales, o cuando hablamos de una compañía de publicidad, una compañía de software, un estudio de abogados, pienso no tanto en función de fusión y de financiamiento, sino que hay compañías que tienen activos que son muy fáciles de determinar y no otras, porque en otros casos podemos decir que los activos más importantes son humanos. Quizás esto no sea bueno para este ejemplo que les di porque los activos humanos o su titularidad no pueden traspasarse. Usted siempre va a tener ese control sobre los derechos residuales porque son propios de usted. Si hablamos, por ejemplo, en el caso de la esclavitud, usted no me va a pasar a mí los derechos, así que esta es la diferencia que podemos ver entre lo que serían los activos humanos y los no humanos y, en este caso, no podemos transferir el control mediante la compraventa.

Espero que esto sea lo que usted me preguntaba. A veces es difícil localizar los activos, pero a menudo están en algún lugar si uno mira en detalle. En el caso de la compañía de software, el activo no humano importante quizás sea una patente, derechos de autor, este tipo de elementos que de hecho existen. En el caso M estudio de abogados quizás sea el nombre lo importante como activo o la reputación, es decir, son elementos más difíciles de analizar y quizás es mucho menos claro que en el caso de una máquina o de la mina de carbón.

Si la pregunta es si este tipo de enfoque se puede explicar o si es compatible con alguien que compra una compañía, supongamos que la empresa de electricidad compra la mina de carbón y después decide venderla; hay una especie de comportamiento cíclico. Creo que la respuesta es que sí. Por ejemplo, podrían imaginar que en algún momento crucial del ciclo de vida de la compañía la actividad empresarial quizás sea muy importante, entonces usted está generando un negocio y allí va a ser muy importante darle una gran cantidad de incentivos para innovar, para que usted sea independiente.

Supongamos la compañía de software; en este caso queremos que esa compañía sea una firma independiente, pero después de un tiempo quizás avancemos hacia un período en el cual existan menos innovaciones y que existan más negocios comunes, entonces, en tal caso quizás la compañía que suministra o la suministrada va a querer ganar el control de esa compañía de software. En ese caso, quizás la compañía de software sea comprada por la compañía que suministra y podemos decir que el espíritu empresarial no es tan importante ya, entonces podemos ver o explicar a veces los cambios a la larga.