¿PUEDE LA PROPIEDAD *JUSTIFICAR* LA PRIMACÍA ACCIONARIAL?*

Axel Gosseries

FNRS/Université de Louvain (UCL)

RESUMEN. Sin rechazar totalmente la posibilidad de que la empresa/sociedad pueda tener un propietario, y que este propietario pueda eventualmente ser el accionista, defendemos un argumento doble. Demostramos, de un lado, que la idea de propiedad de la empresa no puede servir para justificar la primacía accionarial. De otro lado, una idea de propiedad cuyo objeto fuese más elemental —la propiedad de las acciones—, tampoco está en capacidad de tener un papel significativo en la justificación de la primacía accionarial.

Palabras clave: primacía accionarial, propiedad, voto censitario.

Can Ownership Justify Shareholding Primacy?

ABSTRACT. This paper focuses on the connection between the idea of ownership and the one of shareholder primacy. While rejecting neither the meaningfulness of assigning an owner to a firm, nor the possibility that it may – as a matter of fact – be the shareholder, I defend a twofold argument. First, I show that the idea of ownership cannot be used to justify, to ground shareholder primacy as it is at best a description of what shareholder primacy entails. Second, if we consider ownership with a narrower scope, i.e. ownership of shares as opposed to the ownership of the firm, I show that this isn't able to justify shareholder primacy either.

Keywords: shareholder primacy, ownership, restricted suffrage.

---

* Fecha de recepción: 23 de julio de 2013. Fecha de aceptación: 20 de septiembre de 2013.

Este trabajo tiene su origen en A. GOSSERIES, «La propriété peut-elle justifier la primauté actionnariale?», en B. ROGÉ (ed.), *L'entreprise, formes de la propriété et responsabilités sociales,* Paris, Lethielleux, 2012, 439-467.

La traducción de este trabajo se ha beneficiado del soporte financiero del *Institut Supérieur de Philosophie (ISP, UCL)*. Quiero agradecer al *Collège des Bernardins* que nos ofreció un marco de reflexión sobresaliente sobre el asunto de la propiedad y la empresa. Agradezco también al *FNRS* y a la *BNB* por su respaldo financiero. Algunas de las ideas expuestas en el presente texto fueron presentadas en diferentes ocasiones, especialmente en Berlin (mayo de 2006), Dublin (mayo de 2006), Manchester (septiembre de 2006), Paris (diciembre de 2007, junio de 2008, marzo de 2010), Bergen (mayo de 2009), Río de Janeiro (marzo de 2010), Rennes (mayo de 2010), Lisboa (abril de 2011), Waltham (Mass., mayo de 2011) y Leuven (septiembre de 2011). Este texto no sería más que su propia sombra sin las múltiples interacciones de las cuales pude beneficiarme durante aquellas presentaciones. Toda mi gratitud, particularmente, para V. Aubert, H. Culot, Y. De Cordt, O. Favereau, Th. Ferretti, A. Hatchuel, N-H. Hsieh, W. Hussain, J. Moriarty, H. Pourtois, L. Putterman, B. Segrestin, J-Ph. Robé, B. Roger y para I. Ferreras con quien coordiné el *Workplace Democracy Workshop* en Louvain (UCL).

—¿Y qué haces con esas estrellas?
—¿Que qué hago con ellas?
—Sí.
—Nada. Las poseo.
—¿Posees las estrellas?
—Sí.
—Pero una vez vi a un rey que...
—Los reyes no poseen. Ellos «reinan» sobre las cosas. Y esto es muy diferente [1].

INTRODUCCIÓN

1. Comprender la naturaleza de las injusticias de nuestro mundo y cincelar los remedios que es importante aplicar exige un análisis profundo de la realidad económica y de sus discursos de legitimación. Luego es necesaria la valentía para actuar y cambiar lo que debe serlo. En el corazón de esta realidad económica, la empresa ocupa un lugar central. Y en el seno de esta empresa se anuda una tensión entre diversos actores, en particular los trabajadores, los accionistas y los ejecutivos. Para una filosofía política inclinada tanto sobre la extensión de la idea de procedimiento democrático como sobre las injusticias distributivas, analizar la relación capital-trabajo tal como tiene lugar en la empresa constituye una necesidad. Pues al lado de otros factores —tales como el gravamen diferenciado capital/trabajo— podemos apostar que el modo de organización interna de la empresa afecta significativamente lo que aspira a obtener de la empresa cada tipo de actor. Pensemos por ejemplo en las distancias muchas veces escandalosas entre la remuneración del empleado o empleada de base y su patrón o patrona. Comparar y comprender las diferentes formas de organización, ya sea de la sociedad cooperativa (SCOP), de la sociedad anónima (SA) o de una empresa que opera bajo el modelo de la co-determinación (Alemania, Austria), es esencial para todos aquellos que desean proponer un modelo normativo de organización interna de la empresa.

En este debate, la cuestión de la primacía accionarial es central. Esta primacía se expresa tanto como el otorgamiento de un poder privilegiado al accionista en los procedimientos de decisión como en la definición de la finalidad de la empresa en términos de dar toda la prioridad a los intereses de sus accionistas. Esta primacía está justificada de diferentes maneras, incluso con base en argumentos de eficiencia que es posible después derivar en preocupaciones distributivas. La afirmación de dicha primacía es sin embargo extremadamente problemática, al menos por lo que tiene que ver con toda una serie de justificaciones que se le dan. Y quisiéramos inclinarnos aquí sobre un tipo de concepto utilizado para justificar la mencionada primacía; el concepto de propiedad. Nuestra pregunta será si es legítimo recurrir a la idea de propiedad para justificar la primacía accionarial.

Antes de proseguir, es importante adicionar una precisión de orden fáctico. Postularemos aquí que la primacía accionarial, en muchas sociedades, se cotiza en la bolsa.

[1] De SAINT-EXUPÉRY (1943: cap. XIII).

Esta es una afirmación discutible. Una parte de la literatura relativa al gobierno corporativo está precisamente preocupada por restablecer las prerrogativas del accionista con respecto a los ejecutivos. HAYEK (1960), por ejemplo, formula propuestas en este sentido. Así mismo, BEBCHUCK (2007) subraya el carácter poco realista de afirmación de la primacía accionarial —entendida aquí principalmente como derecho al voto efectivo— en el derecho societario norteamericano, donde se presenta una situación que requiere, según él, múltiples reformas. Por otra parte, podríamos preguntarnos cómo articular la idea de la primacía accionarial y la de la soberanía del cliente, ubicándonos potencialmente frente a una empresa bicéfala. Dejaremos esta pregunta de lado (DONADA y NOGATCHEWSKY, 2008).

1. ¿PROPIEDAD O SOBERANÍA?

2. La idea de propiedad puede parecer extraña cuando su objeto es una institución tal como la empresa/sociedad. En este sentido debemos comprender, probablemente, las reflexiones de un autor como WALZER (1983: 298-299). Estableciendo un paralelo —para los fines del argumento— entre accionistas y titulares de bonos municipales, señala que estos últimos no son los propietarios de la municipalidad en cuestión, en el sentido en que alguien podría ser considerado como propietario de un inmueble, por ejemplo. Y es cierto que la idea de que una sociedad/empresa pueda tener un propietario, quienquiera que sea, puede suscitar esa misma inquietud; es como si dijéramos que un Estado puede tener un propietario, quienquiera que sea (elector, contribuyente, propietario inmobiliario, etc.).

La dificultad radica por tanto en determinar precisamente por qué se trataría de objetos a los cuales el concepto de propiedad no podría aplicarse. En efecto, si ponemos en perspectiva una visión estrecha de la propiedad como derecho ilimitado sobre una cosa (en el sentido de un derecho llamado «real» que contiene el *usus, fructus* y *abusus*), tanto la distinción entre derecho real (*in re*) y derecho de acreencia (*ad rem*), como aquella que separa la propiedad (*dominium*) de la soberanía (*imperium*) resultan más difíciles de defender de lo que pensaríamos en primer momento. Si mi calidad de propietario de una cosa me permite impedir que alguien más la use, es claro que «el *dominium* sobre las cosas es también el *imperium* sobre nuestros semejantes» (COHEN, 1927: 13). Incluso si no debemos negar sus diferencias, la zona de penumbra entre la propiedad y la soberanía quizá no es tan grande como podríamos creer. Lo que cuenta, *in fine,* es la descomposición de cada uno de estos términos en un conjunto de prerrogativas específicas, por ejemplo con base en una gramática hohfeldiana (HOHFELD, 1919). Consideremos la siguiente proposición:

> Desde este punto de vista, puede notarse enseguida que cuando una corte ordena que una compañía gasolinera tiene derecho a un retorno del 6 por 100 de su inversión, no está simplemente protegiendo la propiedad que ésta ya posee, sino también determinando que una porción del producto social futuro debe, dentro de ciertas circunstancias, ir a la compañía. Así, no sólo los terratenientes medievales sino los propietarios de todas las propiedades que producen ingresos tienen el derecho de legal de cobrar impuestos sobre el producto social futuro. Cuando a este poder impositivo se adiciona el poder de comandar los servicios de muchos quienes no son económicamente independientes, encontramos la esencia de lo que históricamente ha constituido la soberanía política (COHEN, 1927: 13).

Si mostramos que la noción de propiedad incluye al menos parcialmente la noción de soberanía, entonces es menos problemático utilizar, a la inversa, el concepto de propiedad para designar un conjunto de prerrogativas generalmente referidas por la idea de soberanía. En la reflexión, las ideas de propiedad de sí (NOZICK, 1974), o de propiedad de un Estado, no carecen de sentido. En su réplica al Principito, tomada como epígrafe de este texto, el hombre de negocios pone el acento sobre una distinción que quizá no es tan fundamental como podríamos pensarlo. Dicho esto, incluso si sobreestimamos la robustez conceptual de la distinción entre propiedad y soberanía, somos conscientes de que no debemos subestimar la importancia retórica de las definiciones. Como escribió GREENWOOD:

> La metáfora de la propiedad ubica retóricamente a las corporaciones como fundaciones de la libertad humana en vez de como poderosas amenazas potenciales en su contra. Sólo escapando al poder de la metáfora podemos comenzar a pensar más inteligentemente sobre las vías a través de las cuales las burocracias corporativas deben ser dirigidas, restringidas, liberadas, y controladas para que sirvan a los intereses humanos. Las corporaciones son creaciones políticas que crean determinaciones políticas sobre los emprendimientos colectivos; la metáfora de la propiedad ayuda a disimular el déficit democrático obvio en su procedimiento de toma de decisiones (2005: 9).

No haremos aquí un análisis en profundidad de la naturaleza de la propiedad. No trataremos de proponer una descomposición del concepto a partir del derecho romano (*usus, fructus, abusus*) ni de las categorías hohfeldianas. Incluso si no encontramos el concepto de propiedad particularmente iluminador en este contexto, no está claro que involucrarse en una tarea conceptual sobre la naturaleza de la propiedad sea la única ni la mejor estrategia para discutir el pretendido vínculo entre propiedad y primacía accionarial. Si bien la dimensión de las definiciones no estará ausente dentro de lo que sigue (sec. 3), nos inclinaremos más sobre dos argumentos más específicos, cada uno de los cuales pretende establecer un vínculo justificatorio entre la propiedad y el derecho al voto. Mostraremos que el primero recurre a la noción de propiedad ya sea de forma circular o de forma superflua (sec. 2). Y que el segundo no concede realmente a la propiedad como tal el papel central que ésta pretende tener (sec. 4).

2. ¿LA PROPIEDAD DE LA EMPRESA/SOCIEDAD COMO JUSTIFICACIÓN?

3. Como fue precisado arriba, la idea de la primacía del accionista concierne tanto la dimensión del voto (¿quién dispone de este derecho en la asamblea general?) como la de la finalidad (¿qué finalidad se supone que persigue la empresa/sociedad?). La segunda dimensión tiene implicaciones sobre la destinación de los dividendos. Consideremos dos citas que movilizan el concepto de propiedad con respecto a estas dos dimensiones de la primacía accionarial:

> Para los defensores de los derechos de los accionistas y otros académicos quienes parten de una visión de las corporaciones como conjuntos de activos que pertenecen a los accionistas, la fijación del valor de las acciones y el control de los accionistas es una consecuencia natural y obvia de la visión de los accionistas como los «propietarios» de las corporaciones (BLAIR, 1998: 196, cursivas nuestras).

> Las objeciones encaminadas a negar cualquier justificación moral a la perspectiva basada en las partes interesadas, usualmente se centran en que las compañías son de propiedad privada de los accionistas. En ese sentido, se argumenta que todo intento por reducir su ganancia en pos de grupos distintos a los accionistas es una violación a los derechos de propiedad (KALER, 2006: 253, cursivas nuestras).

Los autores clásicos sobre la cuestión de la responsabilidad social de la empresa no tienen un criterio unívoco. HAYEK (1960), en particular, afirma lo siguiente:

> [...] si queremos limitar efectivamente el poder de las corporaciones al nivel en el que son benéficas, es necesario confinarlas aún más de lo que hasta ahora se ha hecho a una finalidad específica; aquella del uso rentable del capital confiado a los ejecutivos por parte de los accionistas (1960: 300).
>
> En estricto sentido, las corporaciones no tienen un ingreso distinto del de una fiducia en su capacidad fiduciaria. El que a sus administradores les hayan sido confiadas grandes sumas de dinero para un propósito en particular no significa que la corporación tenga el derecho de usar estos recursos para fines diferentes (1960: 305).

HAYEK hace referencia a la idea de primacía accionarial en el sentido de la finalidad dirigida hacia las exigencias de los accionistas. Pero el recurso a la idea de accionista como beneficiario de una fiducia no parece implicar que el accionista sea propietario de la sociedad, pues en el caso de la fiducia, generalmente, el beneficiario (*beneficial owner*) es distinto de su *legal owner*.

FRIEDMAN (1970), un decenio después, por su parte, tampoco tiene una postura unívoca. Si bien el recurso a la noción de propiedad está presente en este caso de manera explícita y si tiene un rol central en la limitación de las prerrogativas de los ejecutivos, el accionista no figura como propietario exclusivo de la empresa. Más específicamente, incluso si algunos apartes de su texto sugieren que FRIEDMAN (1970) privilegia la idea del accionista como propietario exclusivo de la empresa/sociedad, extiende explícitamente, no obstante, el estatus de *«owner of the business»* a los clientes y los empleados, además de los accionistas:

> En un sistema de libre empresa y propiedad privada, el ejecutivo de una corporación es un empleado de los dueños del negocio (*owners of the businnes*). [...] En la medida en que sus acciones correspondientes a la «responsabilidad social» reducen los dividendos para los accionistas, este ejecutivo está gastando el dinero de los accionistas. En la medida en que sus acciones elevan el precio pagado por los clientes, él está gastando el dinero de los clientes. En la medida en que sus acciones reducen los ingresos de algunos empleados, él está gastando su dinero. [...] El ejecutivo lleva a cabo una «responsabilidad social» específica, distinta de la de servir como agente de los accionistas o los clientes o los empleados, sólo si gasta el dinero de una manera distinta de aquella en la que ellos la habrían gastado (FRIEDMAN, 1970).

Aunque no siempre fácil de recordar, lo que figura en los argumentos de BLAIR y KALER puede ser considerado como frecuente. Podemos estilizar su argumento de la siguiente forma:

Argumento justificativo de la propiedad (de la empresa).

— Si la primacía deriva de la propiedad de la empresa (PRIM resulta de $PROP^{E}$).
— Si el accionista es el único propietario de la empresa ($PROP^{E}_{A}$).
— Entonces el accionista debe ser beneficiario de primacía en la empresa ($PRIM_{A}$).

4. Este argumento justifica la primacía accionarial haciendo referencia a la idea de un derecho de propiedad sobre la empresa del cual el accionista sería el

titular. ¿Qué tiene de problemático este argumento? El desafío que se le impone a un defensor de la primacía accionarial ($PRIM_A$) que pretende dar un lugar central al concepto de propiedad de la empresa ($PROP^E$), consiste en explicar de qué manera la idea de propiedad puede justificar la primacía accionarial. Sólo hay dos posibilidades.

Primera opción: se apoya la segunda premisa del argumento sobre la primacía accionarial, derivando $PROP_A$ de $PRIM_A$. Pero en este caso, PROP es sólo una reformulación del PRIM, y el argumento se vuelve circular. La validez de la segunda premisa depende de PRIM, que es lo que se supone que se establece en la conclusión. Justifico PRIM con base en PROP, que a su vez he deducido de PRIM. Esta circularidad es, según nuestro criterio, la dificultad principal del argumento justificativo derivado de la propiedad.

Segunda opción: se deduce la validez de la segunda premisa de algo distinto de PRIM. Desde luego, no se excluye el que $PRIM_A$ pueda ser justificado por otras vías. Por ejemplo, la naturaleza no muy bien definida de las prestaciones que se le deben (*residual claimant*), la mayor reactividad del tipo de activo que detenta —haciendo de esto el piloto privilegiado de una empresa que tiene por vocación adaptarse a las evoluciones de los mercados—, la hipótesis según la cual los trabajadores, poco interesados por su derecho al voto, lo habrían cedido a los accionistas en intercambio por una mayor estabilidad salarial,... pueden ser hipótesis de justificación. Llamémoslas J^{PRIM}. Pero suponiendo que se dispone de argumentos independientes para justificar $PRIM_A$, no es claro cuál es el rol específico de PROP. La referencia a la propiedad se vuelve totalmente superflua y el argumento adopta la siguiente forma:

Argumento justificativo directo (sin propiedad).
— De PRIM deriva J^{PRIM}.
— $J^{PRIM}{}_A$.
— $PRIM_A$.

En el argumento justificativo derivado de la propiedad, la referencia a la idea de propiedad no sería entonces circular, sino simplemente superflua. No habría lugar para hablar del argumento de la propiedad, ya que la noción no aportaría nada más que lo aportado ya por la justificación independiente J^{PRIM}. Así, el argumento de la propiedad sería, ora circular, ora vacío.

3. ¿DEBE DÁRSELE PRIORIDAD AL ARGUMENTO (DESCRIPTIVO) JURÍDICO?

5. En los desarrollos precedentes, si bien no se excluye la posibilidad de caracterizar la relación del accionista con la empresa como una relación de propietario, se rechaza la posibilidad de recurrir a la idea de propiedad como justificación de la primacía accionarial. Esta crítica es distinta de otra que consiste en considerar las prerrogativas del accionista como insuficientes para justificar el calificativo de propiedad. Esta última estrategia ha sido seguida por autores como Robé (1999, 2011), Stout (2002) o Greenwood (2005). En este caso, el argumento se dirige contra la segunda premisa del argumento justificativo, pero a partir de otro ángulo.

Es importante señalar inicialmente que varios autores asimilan el derecho al voto con la propiedad, sin aceptar la primera premisa del argumento justificativo de la propiedad. Más que sostener que $PRIM_A$ deriva de $PROP_A$, afirman simplemente que $PRIM_A = PROP_A$. Veamos tres ilustraciones:

> Los propietarios de las firmas son agentes que tienen derechos (1) de elegir oficiales para ejercer las prerrogativas antes descritas en representación de la firma, y (2) de conferir esos derechos a otros a través de un acto de venta. Con la propiedad viene también la expectativa de recibir las ganancias que no son reinvertidas. [...] Aquello de lo cual el propietario tiene la propiedad («la firma») se reduce a dos derechos o privilegios: el derecho (contractual) de elegir el programa de producción, y el derecho (contractual) de apropiarse de la ganancia residual (PUTTERMAN, 1988: 245-247).

> Los «propietarios» de una firma, en el sentido en que el término es utilizado convencionalmente y de la manera en que será utilizado aquí, son aquellas personas que comparten dos derechos formales: el derecho de controlar la firma y el derecho de apropiarse de las utilidades o de los ingresos residuales de la firma (los ingresos residuales son los que quedan después de que la firma ha efectuado todos los pagos a los cuales está obligada contractualmente, tales como salarios, pagos de intereses, y suministros) (HANSMAN, 1996: 11).

> La propiedad de una firma ha sido definida convencionalmente como los derechos de los accionistas al control último sobre los activos de la firma y a participar de los ingresos residuales de la firma (HANSMANN, 1996: 11). Estos derechos son conferidos a cambio de proporcionar fondos propios. Sin embargo, los accionistas dan más que capital. Al posar como receptores de utilidades residuales, los accionistas asumen el riesgo, y de la mano con el control viene el rol de tomador de decisiones. Ambos roles son servicios necesarios para que la firma pueda producir. Es decir, además de la inversión financiera, una firma requiere los servicios de personas que quieran asumir los riesgos de la empresa y tomar decisiones. Aunque estos roles son diferenciables en cuanto pueden ser acometidos por diferentes grupos, los inversionistas generalmente asumen ambos roles, en parte porque tener la prerrogativa de tomar las decisiones asegura a los accionistas en su expectativa de recibir los beneficios residuales de la firma (BOATRIGHT, 2004: 10).

Sin aprobar el argumento justificativo derivado de la propiedad, PUTTERMAN, HANSMANN y BOATRIGHT dan una definición de la propiedad que coincide con los derechos específicos de los accionistas [2]. No justifican el derecho al voto por la propiedad. Definen la propiedad por el derecho al voto y otras prerrogativas.

Esto es igualmente interesante en relación con el debate propiedad/control sobre la repartición de las prerrogativas entre accionistas y ejecutivos. En efecto, si tomamos las tres definiciones precedentes, podríamos decir que «la propiedad es (al menos en parte) el control», lo que hace problemática la separación total entre propiedad (accionarial) y control (ejecutivo) [3]. En otros términos, aceptar las definiciones de PUTTERMAN, HANSMANN y BOATRIGHT, implica necesariamente rechazar la idea de una separación completa entre propiedad y control. Resulta claro que una defensa en profundidad de la tesis descriptiva de la propiedad de la empresa pasa por la demostración del hecho que, aunque sea marginalmente, los accionistas conservan derechos de

[2] A veces, la expresión es más ambigua y oscila entre el registro justificativo y el registro definicional, lo que justifica sin duda la insistencia de quienes dirigen su crítica hacia el plano definicional: «Así, los accionistas en tanto propietarios de la compañía eligen a los directores para llevar adelante el negocio en su representación y para mantener la vigilancia sobre sus progresos» (CADBURY, 1992: 6.1, cursivas nuestras).

[3] Para desarrollos sobre la noción de control: CHAMPAUD (1962: 150 y ss.).

control [4]. Rechazar totalmente la idea de un control accionarial, equivale a rechazar la posibilidad misma de reconocer al accionista como propietario de la empresa/sociedad ($PROP^{EN}_{A}$). Esto conduciría también a rechazar parcialmente la idea de una primacía accionarial ($PRIM_{A}$), incluso si no podemos excluir el que la empresa reconozca un rol central en el accionista a la hora de definir sus finalidades —sin que esto implique otorgarle derechos de voto significativos—.

6. Autores como ROBÉ (1999, 2011), STOUT (2002) o GREENWOOD (2005: IIIA) van en una dirección contraria a la de las posiciones definicionales de PUTTERMAN, HANSMAN o BOATRIGHT. Rechazan también *a fortiori* el argumento justificativo derivado de la propiedad. No lo hacen porque la referencia a la propiedad resulte circular o superflua, sino en razón de la imprecisión jurídica de la segunda premisa. Defienden la idea según la cual las prerrogativas de accionistas son insuficientes para poder calificarlo como propietario en sentido pleno. Veamos dos pasajes:

> Un abogado comprendería que los accionistas no son en realidad los propietarios de la corporación. Más bien, son dueños de un tipo de título corporativo comúnmente llamado «acción». En cuanto a propietarios de acciones, los derechos de los accionistas son bastante limitados. Por ejemplo, los accionistas no tienen el derecho de ejercer control sobre los activos de la corporación. Quienes tienen ese derecho son los ejecutivos en jefe. De manera similar, los accionistas no tienen ningún derecho de lucrarse con las ganancias de la firma; sólo pueden recibir dividendos, y esto ocurre sólo cuando los directores deciden que hay algún dividendo. Desde el punto de vista legal, los accionistas no detentan el control sobre la empresa ni tienen acceso directo a sus activos. Cualquier influencia que tengan sobre la firma es indirecta, a través de la influencia que puedan ejercer sobre los ejecutivos (STOUT, 2002: 1191).

> Los accionistas no son los dueños de las firmas ni de las corporaciones: son propietarios de las acciones emitidas por las corporaciones. Los accionistas disfrutan de los privilegios de ser propietarios de lo que en realidad son propietarios: las acciones. No tienen ni pueden tener estos privilegios con respecto a la corporación que emitió las acciones. No son propietarios de las corporaciones ni de las firmas; nadie lo es [...]. [Los derechos de los accionistas] son bastante significativos pero no se asemejan a derechos de propiedad sobre la corporación. [...]. Los accionistas no pueden entrar y manejar el negocio, como un propietario podría hacerlo. Si un accionista quiere manejar el negocio, debe pasar a través de los procedimientos requeridos para ser nombrado ejecutivo o ejecutiva; pero incluso en ese caso [...] no podría actuar como propietario o propietaria. Tendría que acatar las limitaciones y las obligaciones impuestas por la corporación, con sanciones respectivas en caso de violentarlas. Para obtener la total autonomía del propietario, tendría que comprar todas las acciones y deshacerse de la corporación al mismo tiempo (disolverla) (ROBÉ, 2011: 3, 27 y 60).

La posición común de estos dos autores es que, en razón de las exigencias del derecho societario, las prerrogativas de las cuales dispone el accionista son insuficientes para poder calificarlo como propietario en sentido pleno —con el postulado implícito de que esto es válido *a fortiori* para todas las demás partes involucradas—. En esto coinciden con la preocupación expresada más arriba relativa a la separación entre la propiedad y el control, incluso si el argumento de ROBÉ y STOUT no es incompatible con la idea según la cual el accionista dispondría de un control más significativo que el reconocido por quienes alegan una separación fuerte.

---

[4] *Vid.* el excelente artículo de SCHRADER (1996), quien apoya su rechazo a la idea de propiedad accionarial de la empresa sobre la tesis de la separación entre propiedad y control.

7. Este debate jurídico reviste cierta complejidad [5]. No pretendemos aportar una respuesta completamente definitiva a la pregunta relativa a la calificación jurídica de las prerrogativas del accionista. Se sabe que doctrinarios serios —como COIPEL (1996)— han tratado de defender la idea de un desmembramiento original del derecho de propiedad a este respecto, comparable como la co-propiedad. Pero es claro que cuando un L. GALLOIS reacciona ante la tesis según la cual el accionista no sería el propietario de la empresa, con un «ésta, es una visión eminentemente contestable. Es ir fuertemente en contra del sentido común» [6], su experiencia en el mundo empresarial no podría ser suficiente para ganar nuestra adhesión. Un autor como ROBÉ, quien dedicó numerosos escritos a esta cuestión, se apoya sobre un haz de argumentos que deben ser analizados. Seguirlo sobre su calificación de las prerrogativas del accionista exige a la vez distinguir con claridad los argumentos que él y otros autores ponen en juego y responder a cada uno separadamente. No podremos hacer ese trabajo detallado aquí. Arriesgaremos, sin embargo, algunos elementos de reflexión sobre cuatro argumentos —parcialmente estilizados— de este debate jurídico, distintos de la idea mencionada antes de las prerrogativas insuficientes del accionista:

A) «La sociedad es una persona y no puede ser objeto de derecho de propiedad».

En derecho, una persona, ya sea física o moral, no podría ser objeto de un derecho de propiedad. Comprar o vender una persona física no es conceptualmente o prácticamente impensable, ya que ésta fue una práctica recurrente en el pasado. Pero es evidentemente moral y jurídicamente condenable en virtud de argumentos normativos sustanciales sobre los cuales no hay un desacuerdo significativo hoy por hoy. Sin embargo, si bien podemos aceptar la asimilación jurídica de las personas físicas y morales, en el plano ético, las razones que nos llevan a rechazar la apropiabilidad de las personas físicas no valen necesariamente y automáticamente para el caso de las personas morales. El que rechacemos firmemente la esclavitud no nos obliga necesariamente a abandonar la idea según la cual, de *lege ferenda*, la sociedad anónima puede tener un propietario —lo que, dicho sea de paso, no implica necesariamente un prejuicio en cuanto a que este propietario sea necesariamente y únicamente el accionista— [7]. Rechazar la asimilación automática de las personas morales a las personas físicas, nos permite también evitar el rechazo de la posibilidad de recurrir a un concepto de propiedad como descripción de la relación que se establece hoy entre el accionista y la sociedad, incluso si está claro que ésta no podrá ser una relación que se acople a la idea de propiedad plena en el sentido estrictamente jurídico del término.

B) «La empresa no existe como tal en derecho y no es posible, por tanto, que quienquiera que sea pueda ser su "propietario"» (ROBÉ, 1999: 85, comillas nuestras).

Podemos querer insistir en la distinción jurídica entre sociedad y empresa. Esta distinción puede tener todo el sentido, incluso si es difícil de precisar. Pero la dificultad está en saber lo que es permitido concluir de la existencia de esta distinción. Afirmar que la empresa no es sujeto de derecho no sería suficiente porque si rechazamos la posibilidad de que la sociedad pueda ser apropiada por ser un sujeto de

---

[5] Agradezco especialmente a J.-Ph. ROBÉ y H. CULOT por los nutridos intercambios sobre esta cuestión.
[6] L. GALLOIS, CEO EADS, 30 de abril de 2011, Collège des Bernardins (Paris).
[7] Cfr. SHRADER (1996: 123).

derecho, es evidente que el hecho de insistir sobre el que la empresa no es uno deja abierta la pregunta sobre la apropiabilidad de la empresa. ROBÉ es consciente de esto. Pero él va más lejos hasta afirmar que la empresa no es siquiera un objeto de derecho. Apoya esta tesis sobre la afirmación según la cual «para el derecho positivo, la empresa no puede más que descomponerse en un circuito de contratos no reconocido oficialmente en tanto tal» (1999: 85). Nos parece, sin embargo, que incluso sin un nombre «oficial», lo que hay aquí es una realidad caracterizable mediante calificaciones jurídicas que son susceptibles de ser objeto de derechos que se acercan significativamente a la propiedad. Incluso si aceptamos la idea según la cual «en tanto tal» la empresa no es una realidad jurídica, nos parece que lo que el sentido común identifica (vagamente) como empresa debe poder ser caracterizado jurídicamente, a través de múltiples nociones incluyendo por ejemplo la noción de «fondos comerciales». Notaremos también que la jurisprudencia francesa hace referencia, en el ámbito del derecho societario, a la noción de interés de la empresa desde finales de los años ochenta, lo que sugiere que la empresa debe ser considerada, sin lugar a dudas, como una realidad jurídica.

C) «Si no se puede vender una sociedad, no se puede ser llamado su propietario».

La intuición aquí es que si la sociedad pudiera efectivamente ser caracterizada como el objeto de un derecho de propiedad, debería ser posible venderla. La apropiabilidad de un bien supone su alienabilidad. Pero, tratándose de una persona moral, la sociedad no puede ser vendida. Un accionista puede ya sea vender sus acciones (si encuentra compradores), o disolver la empresa (si tiene un poder de voto suficiente), pero no vender la sociedad como tal. Esto nos parece una caracterización correcta del derecho societario. Pero no podemos olvidar que si nos ubicamos en el mundo empresarial, la tesis según la cual una empresa, entendida en particular como «fondo comercial», es alienable, y según la cual los accionistas, tomados en su conjunto, disponen de esta prerrogativa, no tiene nada de absurdo, incluso sobre el plano estrictamente jurídico. Sin duda, es exacto decir que es posible reemplazar a todos los accionistas de una sociedad o disolverla, pero no venderla. Pero tampoco es inexacto afirmar que es posible, sin disolver la sociedad, vender las máquinas, el portafolio de patentes, etc., de una sociedad, al punto que esta sociedad no detenta nada más que dinero como activos. En esta hipótesis, podríamos hablar de venta de la empresa, incluso si la sociedad sigue existiendo y si los accionistas siguen siendo los mismos.

D) «No se puede ser propietario y beneficiario del privilegio de la responsabilidad limitada».

Puede leerse la anterior aserción de dos maneras. Puede hacerse una lectura normativa: no sería justo que el accionista sea beneficiario de las prerrogativas de un propietario sin tener que soportar los inconvenientes de serlo. Pero esto sólo demostraría, eventualmente, que el sistema jurídico es injusto, pero no que el accionista no es el propietario. Da la impresión de que es en este sentido que podemos leer la cita siguiente de ROBÉ, donde la expresión «como es el caso hoy en día» da a sobreentender que un accionista mayoritario es propietario de una sociedad:

> Para un accionista mayoritario, actuar como propietario de la firma es abusar del privilegio de la responsabilidad limitada y tendría que ser sancionado con la responsabilidad

> ilimitada por las consecuencias. Los accionistas mayoritarios no pueden las dos cosas, como es el caso hoy en día (ROBÉ, 2011: 73).

Podríamos preferir una lectura jurídica de la aserción estilizada, dándole el significado siguiente: «el accionista no puede ser jurídicamente calificado como propietario ya que su responsabilidad es limitada». Desde esta perspectiva podríamos leer la siguiente afirmación de ROBÉ:

> Para obtener la autonomía total del propietario, esta persona tendría que comprar todas las acciones y, al mismo tiempo, deshacerse de la corporación (disolverla). Entonces sería propietaria de los activos y pasivos directamente —ser el verdadero dueño del negocio— con todas las consecuencias siguientes: responsabilidad ilimitada, no separación entre los activos personales y los de la empresa, fragilidad del negocio debido a que todo el conjunto de contratos conectados a derechos de propiedad estarían centrados en un individuo, potencialmente afectado por todos los incidentes de la vida (enfermedad, divorcio, muerte, etc.) (ROBÉ, 2011: 60).

Podríamos también querer elevar el argumento según el cual si el accionista fuese el propietario de la sociedad, esta propiedad sería incompatible con la idea de responsabilidad ilimitada, y esto en virtud del principio de unidad patrimonial. Sin embargo, un defensor de la tesis de la propiedad podría simplemente responder que el principio de unidad patrimonial puede ser objeto de excepciones, y que este es precisamente el caso.

8. No es el objeto de este artículo el de defender una tesis particular sobre la pregunta relativa a la propiedad de la sociedad/empresa. Podemos, sin embargo, afirmar al menos tres cosas de alguna importancia para el debate que nos ocupa. PRIMO, ROBÉ, STOUT y otros tienen razón en pretender que si nos atenemos a un concepto jurídico de propiedad en sentido estricto, el accionista no podría ser considerado como propietario de la sociedad/empresa. El precio de esta estrategia es que está obligada a atenerse a un concepto muy específico de propiedad. Recurrir a un concepto muy específico de propiedad, tiene el costo de impedirse considerar como propietarios a los copropietarios o a los propietarios de servidumbres. Esto nos lleva a un segundo punto. Si un no jurista quiere caracterizar la realidad a la que se confronta mediante conceptos imprecisos de propiedad y de empresa (de los cuales fuera posible encontrar correlatos jurídicos), los argumentos invocados por ROBÉ y STOUT no le dirían nada. Podría decirse que el único concepto pertinente de «propiedad» es el concepto estrictamente jurídico». Pero ni ROBÉ ni STOUT dirían algo así. El derecho no tiene el monopolio de la definición de persona, diligencia o buen padre de familia. Por tanto no deja de ser pertinente describir una situación a través de conceptos que no se corresponden perfectamente con el lenguaje jurídico, como lo hacen PUTTERMAN, HANSMANN o BOATRIGHT (*supra* núm. 5). Caracterizar al accionista como propietario exclusivo no significa que esa prerrogativa esté justificada. Y esto deja la puerta abierta para —como lo dijo el mismo FRIEDMAN (1970)— tratar de reconocer a otras partes involucradas como copropietarios de la empresa, tales como los empleados [8].

[8] *Cfr.* «No parece excesivo admitir que una fábrica no es una propiedad como las otras, y que quienes trabajan en ella tienen hipotecas sobre ella» (DETOEUF, 1938: 57). DETOEUF habla de fábrica más que de empresa/sociedad. Y habla de hipotecas sobre la propiedad más que de co-propiedad entre accionistas y trabajadores. Pero la idea de propiedad de la empresa que parece estar implícita es compatible con el reconocimiento de ciertos derechos en cabeza de los trabajadores, aunque no es claro si se trata de derechos de control.

La definición de ROBÉ y STOUT es estricta incluso en el plano jurídico, como lo mostramos antes (núm. 7). Y es aún más estricta si aceptamos la legitimidad de utilizar conceptos no-jurídicos, incluido el concepto de propiedad, aunque fuera con fines estrictamente descriptivos. Ha llegado el momento de introducir nuestro tercer punto. Es tentador establecer en el nivel de los hechos el carácter infundado de una tesis normativa como la de la primacía del accionista. Pero esta estrategia se enfrenta con serias dificultades. Sobre todo, aceptemos la tesis según la cual el accionista no es el propietario de la empresa. Esto deja la puerta abierta para seguir defendiendo la tesis de la primacía accionarial en el plano normativo. Obviamente, si fuera posible mostrar, con base en un concepto suficientemente amplio de propiedad, que la idea de propiedad del accionista debe ser rechazada, rechazaríamos automáticamente el argumento según el cual la propiedad es capaz de establecer la primacía de la cual estamos hablando. Creemos haber mostrado que incluso si la idea de propiedad de la empresa fuera sostenible, ésta no sería suficiente para establecer la primacía accionarial. Este último argumento nos parece más robusto que el argumento descriptivo, aunque son complementarios.

Estamos ante la escogencia de una estrategia argumentativa comparable a la situación a la cual se confrontan los militantes anti-racistas o anti-machistas. ¿Debemos convencer a los racistas de que la «raza» es una unidad taxonómica sin sustancia o es mejor convencerlos de que incluso si las razas fueran categorías capaces de describir una cierta realidad, recurrir a ellas para fundar diferencias de trato sería en cualquier caso imposible de defender? ¿Debemos convencer a los machistas de la ausencia de diferencias entre hombres y mujeres o es mejor convencerlos de que incluso si existen diferencias significativas en el terreno de los hechos, éstas no son suficientes para justificar, de ninguna manera, las diferencias de trato que sufren las mujeres aún hoy en día? Por analogía, ¿debemos convencer a los accionistas de que no son los propietarios de la empresa en el sentido estrictamente jurídico del término, o es mejor tratar de mostrarles que la afirmación de dicha propiedad —aunque sea en el sentido menos jurídico del término— no podría en todo caso justificar la primacía accionarial que le viene aparejada (o con la que coincide, según algunos)? Hemos mostrado la importancia de no olvidar esta última opción.

9. Tengamos en cuenta otro elemento importante en cuanto a la estrategia propuesta de separar la calificación de la justificación. PUTTERMAN (1988) enumera tres visiones de la empresa, una como «mercancía» según la cual la empresa es considerada como un bien que puede ser vendido, otra como «asociación» según la cual la empresa es «una organización al interior de la cual el poder de control sobre las opciones y comportamientos de los miembros debe estar distribuida de alguna manera» (1988: 246). Nos interpela su afirmación según la cual «la visión de la firma como una asociación es bastante inconsistente con la noción jurídica de la firma como entidad apropiable o como conjunto de derechos, donde la inconsistencia más fuerte se manifiesta en algunos defensores de la «democracia en el lugar de trabajo» (1988: 247). Si esta tesis es exacta, habría sin duda alguna dificultad en aceptar una descripción de la empresa/sociedad como un bien apropiable y fungible y al mismo tiempo rechazar la idea según la cual los derechos de control no deberían ser el privilegio exclusivo de los accionistas.

Parece, sin embargo, que la afirmación relativa al carácter apropiable y fungible del tejido de derechos que constituye la empresa/sociedad no prejuzga la identidad

de quienes deberían poder ser sus titulares. PUTTERMAN trata de explicitar la naturaleza de la tensión entre las dos aproximaciones antedichas de la empresa para adentrarse en un análisis en el cual se limita a afirmar que esperar de los trabajadores un aporte en capital, como el que se pide de los accionistas, sería como pedirles que pusieran todos sus huevos en la misma canasta (capital financiero y humano), lo cual, teniendo en cuenta su aversión al riesgo, elevaría el costo de financiación de la empresa (1988: 258). Esto parece plausible. Pero esto indica más bien que podría ser ineficaz extender los derechos de control sobre la empresa de esta manera. PUTTERMAN no considera la posibilidad de un otorgamiento de derechos de control a los trabajadores sin aporte en capital financiero, una posibilidad materializada —aunque de manera imperfecta— por el sistema de la co-determinación. Más esencialmente, el argumento no aborda una tensión profunda entre la idea según la cual sería bueno que la empresa fuese apropiable y fungible y la idea según la cual quienes son hoy en día sus «propietarios» deberían compartir sus derechos de control con otras categorías de partes involucradas, por ejemplo con los trabajadores en tanto que trabajadores más que en tanto que aportantes financieros, como es el caso del accionariado asalariado.

4. PROPIEDAD MOBILIARIA Y VOTO CENSITARIO

10. A estas alturas, nos hemos referido a tres ideas relativas a la propiedad de la empresa ($PROP^{EN}$). Dos de ellas partían de la calificación de la situación de la empresa y del accionariado. ¿La empresa/sociedad carece necesariamente de propietario? ¿No dispone acaso el accionista de prerrogativas demasiado limitadas para poder ser caracterizado como propietario de la empresa? No hemos respondido afirmativamente a estas dos preguntas. Nuestra posición no presupone aceptar las de STOUT y ROBÉ, por ejemplo. En cambio, hemos insistido sobre una tercera idea: la propiedad de la empresa, suponiendo que ésta constituya una caracterización adecuada de la primacía accionarial, no podría constituir su justificación.

Para explorar el potencial justificatorio de la idea de propiedad, quisiéramos en esta última parte interesarnos, ya no en la idea de la propiedad de la empresa/sociedad, sino más simplemente en aquella de la propiedad de la acción. Supongamos que se rechaza la idea de la propiedad de la empresa/sociedad como justificación y como caracterización de la primacía accionarial. Esta última, no podría acaso ser justificada con recurso a la noción de propiedad de la acción? Precisemos nuestra pregunta: supongamos que encontramos una justificación para la primacía accionarial, ¿no es acaso muy posible que esta justificación haga referencia principalmente a que el accionista es propietario de su acción? ¿O hará más bien referencia a la naturaleza de la relación jurídica que une al accionista con la empresa?, ¿o a las características de su activo y de los mercados en los cuales se intercambia? Nuestra hipótesis: es por referencia a estos últimos elementos, más que a la calidad de propietario de la acción, lo que —en el mejor de los casos— es capaz de justificar la primacía accionarial.

11. Con el fin de ganar claridad sobre estos elementos, hagamos un desvío por el final del siglo XVIII, para inclinarnos sobre tentativas —tan torpes como sintomáticas— para preservar los privilegios unidos al voto censitario en los Estados. Se trata de

regresar sobre algunos argumentos antiguos, guardando en mente una analogía entre la primacía accionarial en la empresa y el voto censitario. La idea es la siguiente: ¿no es acaso comparable la situación de los propietarios mobiliarios en las SA con la de los propietarios inmobiliarios en los Estados en la época del sufragio censitario? Estas dos situaciones son el resultado, en parte, de simples relaciones de fuerza. Pero también dieron lugar a intentos de justificación. En lo que tiene que ver con el voto censitario, que fue defendido por los padres fundadores a finales del siglo XVIII ¿hay algo que aprender de los tipos de justificación elevados en pro del voto censitario para comprender mejor el debate sobre la primacía accionarial en la empresa? Podemos aprender dos cosas. Primero, de manera directa, podemos aplicar los argumentos concernidos a los dos campos de aplicación. Segundo, de manera indirecta, analizando bien la medida en que estos argumentos confieren una importancia a la idea de propiedad como tal, más que a las características de su objeto —respectivamente inmobiliario y mobiliario—.

Cada uno de los tres argumentos analizados arriba para defender la legitimidad del voto censitario, asocia una calidad «x» específica a la propiedad inmobiliaria:

Argumento justificativo derivado de la propiedad (inmobiliaria).

— Cuanto más una persona es «x», mayor debe ser el peso relativo de su voto (PRIM).

— La calidad de la propiedad inmobiliaria ($PROP^{IM}$) puede ser asociada a «x».

— El peso relativo del voto de los propietarios inmobiliarios debe ser elevado ($PRIM_{IM}$).

Notaremos enseguida que este tipo de argumento no justifica los privilegios electorales en virtud de la idea según la cual los propietarios inmobiliarios fueran los propietarios del Estado ($PROP^{ET}$). Permite una analogía, incluso con argumentos que renunciasen a la idea según la cual el accionista sería el propietario de la empresa ($PROP^{EN}$). Y asocia a la propiedad inmobiliaria una característica interesante en términos del voto, como toda una serie de justificaciones de la primacía accionarial trata de hacerlo con la propiedad mobiliaria.

12. Presentemos sucesivamente tres argumentos que adoptan esta forma:

Argumento de la independencia.

— Es esencial que el elector pueda votar en total independencia.

— Ser propietario inmobiliario ($PROP^{IM}$) te hace más independiente con respecto a otros.

— El peso relativo del voto del propietario inmobiliario de ser elevado ($PRIM_{IM}$).

Encontramos este argumento en HAMILTON (1775), por ejemplo:

> Si fuera probable que cada persona diera su voto libremente y sin influencia alguna, entonces, dentro de la verdadera teoría y los principios genuinos de la libertad, cada persona miembro de una comunidad, aunque pobre, debería tener un voto... Pero en la medida en que es difícil que esto pase en personas con pírricas fortunas, o en personas que están bajo el dominio inmediato de otras, todos los estados populares se han visto obligados a establecer ciertas calificaciones, según las cuales, aquellos de quienes se puede sospechar que no tienen voluntad propia son excluidos del voto. Esto con el objetivo de poner a los demás individuos, cuyas voluntades se suponen independientes, en un nivel de mayor igualdad (Hamilton, 1775).

Consideremos el argumento siguiente:

Argumento de la competencia.

— Es esencial que el elector pueda votar de manera competente.

— Un propietario inmobiliario ($PROP^{IM}$) es generalmente más competente.

— El peso relativo del voto del propietario inmobiliario debe ser elevado ($PRIM_{IM}$).

Lo encontramos por ejemplo —junto con el de la independencia— en ADAMS (1776):

> ¿No es acaso igualmente cierto que las personas en general, en toda sociedad, que están totalmente desprovistas de propiedad, están también menos familiarizados con los asuntos públicos como para formarse un criterio correcto, y que son demasiado dependientes con respecto a otros como para tener voluntad propia? (ADAMS, 1776).

Analicemos un tercer argumento:

Argumento del largo plazo.

— Es esencial que el elector vote teniendo en cuenta el largo plazo.

— Un propietario inmobiliario ($PROP^{IM}$) suele estar atado al futuro de largo plazo.

— El peso relativo del voto del propietario inmobiliario debe ser elevado ($PRIM_{IM}$).

Lo encontramos por ejemplo en JEFFERSON (1776) [9]:

> Fue para extender el derecho al voto (o en otros términos los derechos de ciudadanía) a todos aquellos que tuvieran la intención permanente de vivir en el país. Toma las circunstancias que te plazcan como evidencia para esto, ya sea haber residido por un cierto tiempo, o tener una familia, o tener propiedad, alguna o todas juntas. Quienquiera que pretenda vivir en un país debe querer el bien para el país, y tiene el derecho natural de participar en su preservación (JEFFERSON, 1776).

13. ¿Cómo reaccionar ante argumentos que justifican una práctica que es chocante para muchos hoy en día? ¿Qué enseñanzas podemos sacar para la cuestión de la primacía accionarial? Podemos comenzar por evaluar su validez intrínseca, incluyendo en aquello su aplicación para el caso de la empresa. Iniciemos con el argumento de la independencia. Es cierto que, todo lo demás siendo igual, ser propietario inmobiliario es un factor de independencia. Y si miramos a la empresa, en nuestras economías, el factor trabajo está más sometido al capital que a la inversa. Sin embargo, es posible garantizar la independencia del elector por medios distintos al de su exclusión, en particular por el secreto del voto. Este argumento es muy frágil, tanto en el caso del Estado como en el de la empresa.

El argumento de la competencia es más interesante. Es visible que Adams valora el voto censitario en tanto forma indirecta de voto capacitario. La importancia de la idea de competencia está lejos de ser rechazada por los teóricos de la democracia. Aunque

[9] Y la encontramos más de un siglo más tarde en boca de un parlamentario belga, el señor Woeste (1881), defendiendo la extensión del voto censitario a los ricos residentes en Bélgica: «Si el extranjero paga quinientos francos, se habrá demostrado que tiene un vínculo con el país; si no los paga, ¡no tiene vínculo alguno! Si paga quinientos francos, habrá que hacer cesar el antagonismo entre su situación política y sus intereses materiales; si no los paga, el antagonismo tendrá que subsistir» (DEFUISSEAUX, 1887: 256).

se encuentran vestigios a través de la exclusión —poco discutida— de los menores de 18 o 16 años del derecho al voto. Se ha intentado también descubrir por otros caminos la idea de competencia, por ejemplo insistiendo en la idea de competencia colectiva y sobre las ganancias epistémicas asociadas a la idea de democracia representativa o deliberativa. El que la democracia pueda ser una epistocracia es una cosa (ESTLUND, 2007). Pero lo que está en juego aquí es la afirmación según la cual una categoría particular (los titulares de capital inmobiliario en el caso del Estado, y por analogía los titulares de acciones) sería más competente que otra (respectivamente los arrendatarios y los titulares de capital humano). En otros términos, la idea es que el accionista tendría una mejor comprensión de la actividad de la empresa y de las limitaciones de su entorno que el mismo trabajador.

Existen distintas formas de replicar este tipo de argumento. En particular, se tiene la idea según la cual la experticia del trabajador es cuando menos complementaria a la del accionista, y en muchos casos incluso superior, por ejemplo porque en el contexto de un accionariado disperso, el tiempo que el trabajador ha pasado en su empresa es claramente más significativo que el que haya pasado el accionista sobre la misma. Habría muchas más cosas que decir al respecto —por ejemplo en relación con la idea de eficiencia de los mercados o de la naturaleza más «reactiva» del activo poseído por los accionistas—. Pero lo esencial es que el argumento de la competencia, incluso tomado en serio, no parece poder justificar la primacía accionarial.

El argumento del largo plazo también es interesante. No es para nada evidente que privilegiar el largo plazo sobre el corto plazo siempre sea adecuado, en particular cuando se acepta la hipótesis según la cual es muy probable que los más desfavorecidos de hoy lo sean aún más que los más desfavorecidos de mañana. En cambio, es totalmente exacto decir que desinteresarse por el largo plazo es problemático e injusto.

En cuanto a esto, en relación con la empresa, ¿existen razones para pensar que el accionista sea más largo placista que el trabajador? Una alta liquidez de capital permite al accionista ser mucho más móvil que el trabajador. Por tanto, puede durar menos tiempo en la empresa y podríamos concluir que el trabajador es más largo placista que el accionista. La relación del propietario con su tierra o del trabajador con su empresa sería más estable que la del accionista con su empresa. La comparación entre la primacía accionarial y el voto censitario invitaría a pensar que desde la perspectiva del largo plazo, el trabajador está más cercano al propietario inmobiliario que el titular de activos mobiliarios.

Maticemos lo anterior: el accionista no suele quedarse mucho tiempo «en» la empresa, sobre todo si no se trata de un accionista de control. Sin embargo, no es indiferente al valor futuro de la acción, en la medida en que puede afectar su reventa actual (PUTTERMAN, 1988: 251). Si podemos mostrar que el valor de la acción tiene un cierto vínculo con el valor esperado de la empresa a largo plazo —lo que está lejos de ser siempre el caso—, el accionista tiene una razón para preocuparse por el valor de la empresa en el largo plazo. A la inversa, el capital humano del trabajador que deja la empresa, si no es específico de la firma, está menos directamente afectado por las perspectivas de largo plazo de la empresa en cuestión. Entonces, en un mercado en el cual el trabajador dispusiera de tantas opciones de salida como el accionista en el caso de las sociedades cotizadas —hipótesis heroica—, y en el cual el capital humano fuera muy

poco específico de la firma, habría una razón para pensar que el accionista fuese más largo placista que el trabajador. Aún así, esta descripción tendría que corresponder efectivamente con el mundo económico tal como lo conocemos y tendría que justificarse el que el hecho de preocuparse más por el largo plazo fuera una razón suficiente para excluir completamente del derecho al voto a quienes cuya preocupación por el largo plazo fuese hipotéticamente menos fuerte.

14. Una cosa es examinar la plausibilidad de este tipo de argumentos, tanto en cuanto la veracidad de sus premisas empíricas como en cuanto a su validez lógica. Otra cosa es preguntarse si, suponiendo que de cada uno de estos argumentos deriva una conclusión verdadera —lo que es, al menos, dudoso—, la idea de propiedad juega algún rol en absoluto. Pues es éste el asunto que nos preocupa aquí principalmente. Si retomamos nuestros tres argumentos a título de ejemplo, ¿qué constatamos? El argumento de la independencia se apoya a la vez sobre las características de la propiedad (en particular sobre su carácter perpetuo) y sobre la naturaleza del activo, del objeto de esta propiedad (en particular sobra la capacidad de los bienes inmobiliarios de contribuir a cubrir necesidades básicas tales como el alojamiento y la comida). El argumento de la competencia no se apoya tanto sobre las características de la propiedad como tal ni sobre las del activo concernido. En cuanto al argumento del largo plazo, éste puede estar ligado tanto a las características de la propiedad (en particular su carácter perpetuo) como a las de su objeto (en particular al carácter generalmente más duradero de los bienes inmobiliarios). Constatamos entonces que no se puede negar que la idea de propiedad en tanto tal, es decir independientemente de la naturaleza de los activos concernidos, pueda tener un papel en la justificación de la primacía accionarial.

Pensamos que es primeramente la naturaleza de los activos concernidos o de los mercados sobre los cuales éstos son intercambiados lo que tiene un rol decisivo en los argumentos que pretenden justificar la primacía de una categoría particular (respectivamente los propietarios inmobiliarios y mobiliarios). Uno de los argumentos más frecuentemente invocados para justificar el otorgamiento exclusivo del derecho al voto al accionista tiene que ver con el carácter, no muy claramente definido, de las prestaciones que él puede esperar de la empresa, en su calidad de *residual claimant*. Y tales prestaciones no están ligadas al hecho de ser propietario de la acción, sino a la naturaleza de los derechos asociados a la acción. Así mismo, supongamos que el accionista es quien está epistémicamente mejor ubicado para definir los ejes principales de la política de la empresa porque el valor de las acciones fluctúa más en función de las evoluciones de la economía que el monto de las remuneraciones de los trabajadores o que la evolución de las tasas de desempleo. Pero suponiendo que este sea el caso, esto no tiene nada que ver con el hecho de ser propietario de la acción, sino más bien con —por ejemplo— la mayor liquidez de las acciones.

Incluso si una conclusión más sólida requeriría una examen más detallado del conjunto de los argumentos invocados para defender la primacía accionarial, el análisis que acabamos de hacer sugiere que, incluso si aceptamos la idea de propiedad de la acción, abandonando la de propiedad de la empresa, el concepto de propiedad como tal no tendría ningún rol —o uno sólo marginal— en la justificación posible de la primacía accionarial.

CONCLUSIÓN: ¿DESCRIPCIÓN INEXACTA O JUSTIFICACIÓN INOPERANTE?

15. Pusimos en tela de juicio la idea según la cual la posibilidad de que una empresa tenga un propietario deba ser necesariamente rechazada. Pusimos en duda, igualmente, la idea según la cual la situación de un accionista en una SA no pueda ser descrita como una relación de propiedad, teniendo en cuenta que definimos al accionista como un propietario de una empresa/sociedad, aunque esta noción de propiedad está lejos de otorgarle prerrogativas tan extensas como las que tiene un propietario en un contexto sin servidumbres. Lo que nos ha preocupado tiene que ver con la justificación más que con la calificación.

Podemos admitir que la idea de propiedad pueda tener un rol en la justificación de la primacía accionarial. Es claro que el aporte del accionista debe estar constituido por un bien de su propiedad. Pero además de este rol trivial de la noción de propiedad, hay dos más cuyo uso es importante rechazar. El primero consiste en justificar la primacía accionarial por referencia a la idea según la cual el accionista sería un propietario de la empresa. El segundo consiste en justificar la primacía accionarial por referencia a la calidad de propietario de la acción. Tratamos de mostrar que lo que tiene un rol decisivo en este último caso es la naturaleza del activo concernido (la acción, el bien inmobiliario, el capital humano) o del mercado en el cual se intercambia, y no de las características del derecho de propiedad asociado a la acción.

Se dibujan dos posibles vías para debilitar la fuerza retórica del concepto de propiedad en el debate sobre la primacía accionarial. La primera discute su uso en tanto descripción de la situación del accionista en la SA. La segunda se remite a su uso para justificar la primacía accionarial. Esperamos haber demostrado que si es que existen argumentos a favor de la primacía accionarial, no es por el lado de la propiedad que hay que buscarlos.

Notaremos que en este debate se delinean dos maneras muy diferentes de unir propiedad y derecho al voto. Si nos interesamos en la idea de propiedad de la empresa, las definiciones al estilo PUTTERMAN, HANSMAN, BOATRIGHT utilizan explícitamente el derecho al voto como componente del derecho de propiedad. La pregunta es si toda aproximación que considere al accionista —o a cualquier otra parte involucrada— como propietario de la empresa está obligada a considerar el derecho al voto como componente del derecho de propiedad.

En sentido inverso, la analogía con el voto censitario pone a la propiedad mobiliaria o inmobiliaria como condición de acceso al voto, sin que esto implique presuponer que el propietario inmobiliario sea propietario del Estado, o que el accionista sea propietario de la empresa. Esta condición subsiste en el caso del accionariado asalariado. En cambio, la separación entre el derecho al voto y el aporte financiero ha sido introducida, hasta un cierto punto, en la cooperativa y, especialmente, en la co-determinación. Mientras en la SCOP se pide un aporte financiero como condición de que la igualdad en el peso del voto sea mantenida, aún si los aportes son desiguales, en la co-determinación no se exige, en sí mismo, ningún aporte financiero como condición del voto. Sería posible, evidentemente, interpretar tales fórmulas como un

deslizamiento del objeto de la propiedad como condición de acceso al voto, más que como una separación completa entre poder y propiedad. En vez de exigir un aporte financiero, el aporte en capital humano vendría a ser considerado como algo tan precioso como el aporte financiero. Pero también podríamos interpretar allí la voluntad de separar completamente la propiedad del derecho al voto, como fue el caso en los Estados, ya que la justificación del derecho al voto no debía seguirse buscando en la idea de contribución. Pero esta es otra historia...

(Traducción de Diego Hernández)

REFERENCIAS

ADAMS J., 1776 (1987): «On women, the poor, and voting rights» (carta a J. Sullivan), 26 de mayo, en Ph. KURLAND y R. LERNER (dirs.), *The Founders' Constitution,* Chicago: University of Chicago Press.

BEBCHUCK, L., 2007: «The myth of the shareholder franchise», *Virginia L. R.,* 93(3), 675-732.

BLAIR, M., 1998: «For Whom Should Corporations Be Run?: An Economic Rationale for Stakeholder Management», *Long Range Planning,* 31(2), 195-200

BOATRIGHT, J., 2004: «Employee governance and the ownership of the firm», *Business Ethics Q.,* 14(1), 1-21.

CADBURY, A., 1992: *The Financial Aspects of Corporate Governance,* London: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee & Co. Ltd., 60 pp. + app.

CHAMPAUD, C., 1962: *Le pouvoir de concentration de la société par actions,* Paris: Sirey, VIII + 315.

COHEN, M. R., 1927: «Property and Sovereignty», *Cornell L. Q.,* 13, 8-30.

COIPEL, M., 1996: «Le droit de propriété des associés dans les sociétés dotes de la personnalité juridique», en P. WÉRY y H. VUYE (dirs.), *Eigendom-Propriété,* Bruges: La Charte, 31-59.

DE SAINT-EXUPÉRY, A., 1943: *Le petit prince,* Paris: Gallimard (folio), 97.

DEFUISSEAUX, L., 1887: Les hontes du suffrage censitaire, Bruxelles: Plapied, 404.

DETOEUF, A., 1938: *Construction du syndicalisme,* Paris: Gallimard, 63.

DONADA, C., y NOGATCHEWSKY, G., 2008: «Le client est roi!», en A. PEZET y S. SPONEM (dirs.), *Petit bréviaire des idées reçues en management,* Paris: La Découverte, 68-77.

ESTLUND, D., 2007: *Democratic Authority. A Philosophical Framework,* Princeton: Princeton U. P., 312.

FRIEDMAN, M., 1970: «The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits», *The New York Times,* 13 de septiembre, 32 y ss.

GREENWOOD, D., 2005: «Introduction to the Metaphors of Corporate Law», *Legal Studies Research Paper Series* (University of Utah) (available through SSRN), 17.

HAMILTON, A., 1775 (1961): «The Farmer Refuted», en H. C. SYRETT (ed.), *Papers of Alexander Hamilton,* New York: Columbia University Press.

HANSMANN, H., 1996: *The Ownership of Enterprise,* Cambridge (Mass.): Harvard U.P., 372.

HAYEK, F., 1960 (1967): «The Corporation in a Democratic Society: In Whose Interest Ought It To and Will It Be Run?», en *Studies in philosophy, politics and economics,* London: Routledge & Kegan (cap. 22).

HOHFELD, W., 1919 (2001): *Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning*, D. CAMPBELL y Ph. THOMAS (eds.), Dartmouth: Ashgate, 112.

JEFFERSON, Th., 1776 (1950): «Letter to William Pendleton on requirements for voting» (26 de agosto), en J. P. BOYD (dir.), *Papers of Thomas Jefferson,* Princeton: Princeton U. P.

KALER, J., 2006: «Evaluating Stakeholder Theory», *J. of Business Ethics,* 69, 249-268.

NOZICK, R., 1974: *Anarchy, State and Utopia,* New York: Basic Books, 334.

PUTTERMAN, L., 1988: «The Firm as Association versus the Firm as Commodity. Efficiency, tights and ownership», *Economics & Philosophy,* 4(2), 243-266.

ROBÉ, J.-Ph., 1999: *L'entreprise et le droit,* Paris: PUF (Que sais-je?), 127.

— 2011: «The Legal Structure of the Firm», *Accounting, Economics and Law,* 1(1): 85.

SHRADER, D., 1996: «The oddness of corporate ownership», *J. of Social Philos.,* 27(2): 104-127.

STOUT, 2002: «Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy», *Southern California Law Review,* 75, 1189-1209.

WALZER, M., 1983: *Spheres of Justice. A defense of pluralism and equality,* New York: Basic Books, 364.