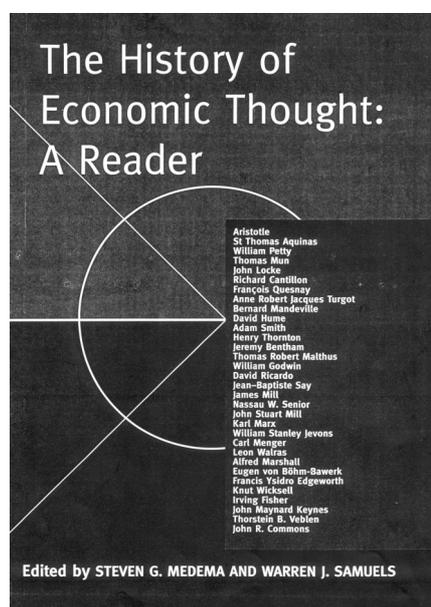


# NOTAS CRÍTICAS

## THE HISTORY OF ECONOMIC THOUGHT: A READER

Steven G. Medema  
y Warren J. Samuels  
Routledge, Londres, 2003



Si nos fijamos en el tipo de publicaciones que han visto la luz en las últimas décadas, nos encontramos con que uno de los ámbitos que está despertando mayor interés es el análisis de la historia del pensamiento económico. En efecto, han venido apareciendo un conjunto importante de colecciones en las que se recogían artículos sobre la obra de un determinado autor o un conjunto homogéneo de ellos, lo que permitía tener en un solo volumen

los trabajos más señeros publicados en ese ámbito, facilitando de esta manera su estudio.

Si bien, como hemos dicho, este tipo de libros han venido proliferando en los últimos años, se echaba en falta publicaciones que recogiesen los trabajos originales de los principales pensadores económicos, es decir, las fuentes primarias que complementasen las investigaciones que se han realizado sobre ellos.

Y es precisamente en este ámbito donde se encuadra el libro objeto de este comentario. Los profesores Medema y Samuels han escogido las aportaciones más significativas de autores tanto clásicos como modernos que pueden considerarse como una referencia obligada a la hora de comprender la evolución del pensamiento económico. Ambos autores tienen un importante bagaje profesional en este campo, ya que son editores de prestigiosas revistas en el campo del pensamiento económico y de la metodología de investigación.

En concreto, la obra está dividida en seis partes que corresponderían a las distintas corrientes de pensamiento, en las que tras una breve introducción en la que se exponen sucintamente las características esenciales de la corriente considerada y una guía de lecturas recomendadas, recogen las obras de los autores seleccionados, tras, de nuevo, una introducción a su vida y su obra, completándose asimismo con

una relación de artículos y libros sobre dicho autor.

La primera parte del libro se refiere a los planteamientos preclásicos, caracterizados por un lado, por explicar los fenómenos mediante la invocación a los dioses y por la naturaleza en la que actúan espíritus y fuerzas trascendentales. Por otro lado, los escritos suelen presentar una importante subordinación del pensamiento económico a la teología, a la religión organizada y, especialmente, al sistema de reglas morales establecido.

Asimismo, las investigaciones llevadas a cabo en esta época muestran un elevado grado de empirismo, dependiendo en gran medida del esquema teórico o interpretativo y de un análisis lógico en lo que respecta a la relación existente entre las variables, que a su vez depende más o menos de la generalización de la interpretación que se ha hecho de las observaciones.

En cuanto a las aportaciones que se incluyen en esta primera parte, se inicia con la de Aristóteles, dando un salto importante en el tiempo hasta Santo Tomás de Aquino, Thomas Mun, William Petty, John Locke, Richard Cantillon, François Quesnay, Anne Robert, Jacques Turgot y retrocediendo después a la de Bernard Mandeville. Si bien resulta interesante la inclusión de la aportación de Mandeville en este grupo, como una visión que sería criticada por los autores clásicos, pero que fue objeto de seguimiento por otras posturas,

se echa en cambio en falta la consideración de otras aportaciones precristianas, sólo representadas por Aristóteles, como por ejemplo el tratado económico de Jenofonte, lo que nos permitiría completar y ampliar la visión que se tenía entonces del mundo económico.

La segunda parte del libro se centra en la escuela clásica, en la que la visión desde el punto de vista económico se enriquece respecto a las aportaciones anteriores, al contemplar los planteamientos derivados del mercado moderno y de la economía capitalista. A partir de ello se observan los efectos derivados de la transformación de unas sociedades eminentemente agrícolas en otras en las que los negocios juegan un papel relevante y se asientan determinados principios que serán el punto de apoyo para aportaciones posteriores, como es el caso de la ley de Say, y por último se muestran los peligros en los que pueden incurrir las economías más avanzadas, como la productividad marginal decreciente, la ley de la población de Malthus, etcétera.

Los trabajos incluidos en esta segunda parte son los que corresponden a David Hume, Adam Smith, Jeremy Bentham, Thomas Robert Malthus (del que se consideran dos obras con sendas introducciones, a diferencia de lo que ocurre con otros autores), William Godwin, Henry Thornton, David Ricardo, Jean-Baptiste Say, David Ricardo, James Mill, Nassau W. Senior y John Stuart Mill.

Como se puede comprobar, la relación de autores y las obras seleccionadas son lo suficientemente amplias como para ser representativas de esta corriente. A pesar de ello, hubiese sido deseable incluir también algún fragmento de *The Theory of Moral Sentiments* de A. Smith, sobre todo el texto en el que se anticipa la idea de la «mano invisible» que desarrolla posteriormente en su obra más conocida, *La riqueza de las naciones*.

La tercera parte se dedica monográficamente a la postura marxista, centrándose en dos obras de Karl Marx, su *A contribution to the Critique of Political Economy* y *El Capital*.

La cuarta parte se centra en la revolución marginal por ser la postura que junto a la marxista sirvió de respuesta, a las aportaciones de los autores clásicos. Su objetivo fundamental era hacer frente a los problemas, básicamente de identidad, que se derivaban del planteamiento económico que se desarrolló hasta el último tercio del siglo XIX. Las diferentes corrientes que habían aparecido, la ambigüedad de la teoría del valor, la necesidad de mostrar la economía como una ciencia y los desacuerdos en cuestiones tales como la inversión, el dinero o el capital, son algunas de las circunstancias que propiciaron la aparición de esta corriente.

En términos generales, dicha revolución se va a caracterizar por incluir una teoría formal del precio, la explicación del mecanismo del mercado,

desde una perspectiva conceptualmente abstracta, la conducta macroeconómica, la búsqueda de soluciones de equilibrio óptimas y el desarrollo de una teoría de la distribución a dos niveles, entre otras cuestiones.

Las aportaciones recogidas en esta parte son las de William Stanley Jevons, Carl Menger, Leon Walras, Francis Ysidro Edgeworth, Alfred Marshall y Eugen von Böhm-Bawerk.

La parte quinta titulada «el desarrollo de la macroeconomía» incluye, de acuerdo con los autores del libro, aquellas aportaciones de los autores que trabajaron en el estudio de los problemas derivados de la Ley de Say, recogiendo, por tanto, sólo las aportaciones de Knut Wicksell, Irving Fisher y John Maynard Keynes.

Se trata de una sección cuestionable, sobre todo teniendo en cuenta su título, ya que no se consideran determinadas aportaciones importantes en lo que se denomina «desarrollo de la macroeconomía», no sólo desde la postura de las diferentes corrientes que han ido apareciendo (keynesianos, monetaristas...), sino también acerca de los temas objeto de estudio (ciclos, crecimiento, convergencia, expectativas...). No cabe duda de que ello hubiera significado incrementar excesivamente el volumen del libro y que gran parte de esos temas han sido recopilados en otras publicaciones. A pesar de ello se podría haber optado por incluir un artículo

resumen en el que se mostrasen dichas tendencias.

La sexta y última parte está dedicada a la economía institucional, caracterizada por analizar la organización y el control del sistema económico, considerando éste como un todo, y contemplando a su vez el comportamiento de los grupos de interés y los aspectos de la economía de mercado.

Los trabajos recogidos en esta parte son los de Thorstein B. Veblen y John R. Commons.

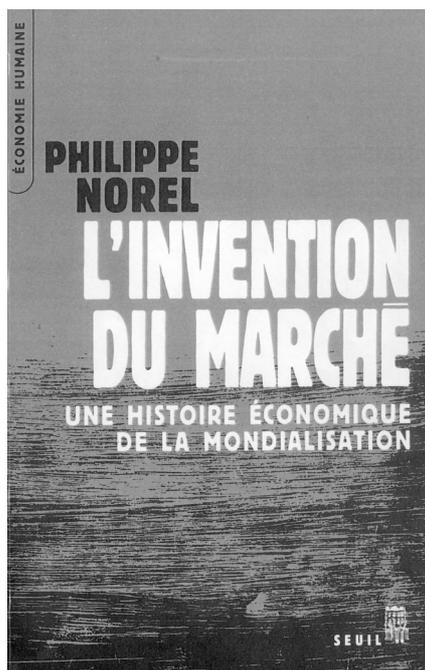
En función de lo que hemos expuesto, y a pesar de las deficiencias señaladas, el libro de los profesores Medema y Samuels es de gran interés no sólo para los estudiosos, sino también para cualquiera que desee tener una visión general de la historia del pensamiento económico, ya que contempla gran parte de las aportaciones más representativas de los pensadores económicos de mayor relevancia.

**Miguel-Ángel Galindo Martín**  
Universidad de Castilla-La Mancha

## L'INVENTION DU MARCHÉ. UNE HISTOIRE ÉCONOMIQUE DE LA MONDIALISATION

**Philippe Norel**  
Seuil, 2003

Si hay una palabra, un concepto de moda, en el sentido estadístico de más frecuentemente empleado,



es el de globalización y el de mundialización. Aunque no son idénticos, uno proviene del mundo anglosajón, y el otro del francés y tienen significados distintos, en la obra que comentamos se utilizan como equivalentes.

El autor, Philippe Norel, *maitre* de Conferencias en la Facultad de Ciencias Económicas de Poitiers y el IEP de París y especialista en economía internacional, al frente de un equipo de colaboradores, decide privilegiar la aproximación histórica para explicar ese fenómeno que es la globalización o la mundialización. Esto significa privilegiar la concepción sobre la globalización como el proceso de la extensión al planeta Tierra, a partir de Europa, de un mismo espacio de intercambios mercantiles (bienes, servicios y capitales) así como movimientos de la población.

Pensamos que esta aproximación histórica, genética, es la única posible para entender el fenómeno de la globalización, que no ha nacido hoy ni es posible que sea un fenómeno permanente. Privilegiar la idea de proceso, en definitiva, es huir del apriorismo y de la propia idea de un proceso continuo. Los procesos se inician, se paran, retroceden, vuelven a avanzar, vuelven a pararse y retroceder, probablemente sin seguir ningún tipo de regularidad estadística.

Norel y sus colaboradores dedican el primer capítulo introductorio de la obra a justificar esta aproximación teórica y debatirla con otros posibles enfoques. Así llegan a descartar las aproximaciones marxistas, centradas en la lógica inexorable de la ley de mercado. Para ellos, el mercado mundial, la globalización, no sería más que la culminación necesaria de la ley del valor. Toda la explicación marxista giraría sobre ella, despreciando la riqueza de la evolución histórica y los factores que, con Graham Greene, podríamos llamar humanos, esto es los nacidos del azar, de la casualidad.

Otra posible interpretación es la que hacen los clásicos de la economía, especialmente Ricardo quien, a partir de la idea de especialización de cada país, en la elaboración de los productos para los que tienen ventajas comparativas, cree que se llega a constituir un espacio global, siendo los Estados-naciones los favorecidos.

res de un intercambio que se mostraría beneficioso para todos (¿pero, cabe preguntarse como cuestión previa el porqué?).

El análisis neoclásico de Heckscher, Ohlin y Samuelson que tiene en cuenta la pluralidad de los factores de producción demostraría que esta intensificación del comercio, fundada en las ventajas derivadas de las distintas dotaciones de factores de producción, llevaría a una convergencia internacional, esto es, a una homogeneización del espacio económico mundial. Sólo que esta aproximación toma como un todo indivisible la rica pluralidad de Estados-naciones y sin embargo la teoría del crecimiento endógeno, demuestra las dificultades en lograr esa convergencia de crecimiento.

La nueva economía institucional, fundamentada en la teoría de los costes de transacción, especialmente activa en la historia económica con North, trata de mostrar cómo el progreso va unido a la reducción de los costes de transacción y esa reducción de los costes de transacción se logra, por un lado, con la extensión del espacio económico y, sobre todo por otro, con la aparición del Estado que garantiza con éxito los derechos de propiedad.

Esta teoría de los costes de transacción aparece dotada de una asombrosa capacidad explicativa inmediata en lo que afecta a la génesis de instituciones como el mercado, el Estado, etcétera. Sin embargo, como la sociología económi-

ca se ha encargado de poner de relieve (Polanyi), la economía existe encuadrada en un orden social bajo la dependencia de instituciones complejas que no nacieron ni por impulsos económicos ni para resolver temas económicos.

Como señala Norel, en diversas explicaciones como las señaladas el mercado mundial aparece como un hecho inexorable, un *a priori*. La principal crítica que se les puede dirigir a las mismas, y que de hecho Norel les dirige, es su incapacidad para emanciparse explícitamente de la filosofía de la historia, disciplina en desuso oficial, pero de práctica real (recordemos que cuando los cultivadores son endeblés técnicamente, las mismas se convierten en ideología al servicio de los poderes dominantes, con tesis como el fin de la historia o la lucha entre civilizaciones o joyas parecidas).

De ahí que haya que buscar aproximaciones más realistas y menos filosóficas. Quizá sea bueno para ello identificar qué es o qué no es la globalización contemporánea. Desde luego no es ni la expansión del intercambio de mercancías (que, sin embargo, influye) ni siquiera la expansión de los movimientos de capital (que tanto influye).

Para Norel —y nosotros coincidimos con él—, la globalización se caracteriza por la mundialización de las firmas, es decir, por la definición de estrategias mundiales en las que la globalización de la producción dota de una profundidad estratégi-

ca, hasta ahora inexistente, a la economía, aunque crea también riesgos de creación de oligopolios mundiales.

La globalización financiera, íntimamente unida a la mundialización de la producción e incluso a la autonomización de la inversión extranjera y a los movimientos de capitales, por la eliminación de los controles de cambio, aparecen como el rasgo más característico de la actual mundialización.

Otro rasgo de la actual economía mundial es la creación de instancias reguladoras, de Agencias internacionales de regulación, tales como el FMI, el Banco Mundial, la OMC que, fundadas e impulsadas por los Estados, hacen desaparecer a estos del primer plano del escenario (que no del escenario). Aunque todos estos rasgos que constituyen la mundialización actual, no aparecen inmediatamente ni es estrictamente necesario. De hecho la interrogación sobre por qué ha sido así, constituye el tema de la obra que comentamos.

En este sentido, la aproximación histórica que se hace con las hipótesis propias que dirige la investigación y que es deudora en gran parte de la obra de F. Braudel nos parece básicamente correcta y quizás la única que permita iluminar por qué las cosas son como son en la actualidad, y cómo se ha ido configurando un mercado mundial enormemente frágil. Esto es, en toda la obra, y a nuestro juicio constituye

uno de sus aciertos, existe la aguda conciencia del carácter frágil de todo el proceso, que no es ninguna conquista definitiva porque los frenos y retrocesos son siempre posibles.

De hecho, el gran impulso que se dio a la creación de un mercado mundial, surgió a partir de 1870 dando lugar a lo que se denomina la primera globalización, llegando hasta 1914; pero el estallido de la Primera Guerra Mundial, por la concurrencia de un conjunto de causas políticas, ideológicas, psicológicas, sociales y económicas hacen que salte por el aire ese proceso, que era vivido por sus contemporáneos como un progreso. De hecho en la década de los veinte y treinta del siglo pasado hubo un retroceso real y sólo a partir de 1945, y con el Estado keynesiano fue posible iniciarse un nuevo proceso de globalización que sólo a principios de los ochenta consiguió alcanzar los grados de apertura conseguida por la economía en 1913.

Otro de los aspectos notables del libro y con ello coincidimos plenamente, es su machacona insistencia en que el sistema de mercado fue creado e impulsado por los Estados, desde la aparición de esta moderna forma de organización del poder político en los siglos XIV y XV. Mas aún, que mercados y Estados se desarrollan de manera paralela y que los Estados los controlan y los orientan en función de sus exigencias políticas o deseos de poder. Pensamos que

sólo hacia 1830 se creó un auténtico sistema de mercado de trabajo, uno de los requisitos de un sistema de mercado porque hasta entonces el Estado no sintió su necesidad. También la íntima conexión que existe entre Estado y comercio lejano que para Braudel es el origen del capitalismo. Los autores lo llaman la sinergia fundamental, ya que el gran comercio es a la vez creador de espacio de producción, pensemos en América y cómo estimular la aparición de sistemas de mercado.

Por tanto, la interrelación permanente entre Estados y economía explica en gran parte el desarrollo y la paulatina, aunque frágil, implantación de un mercado mundial, de un sistema de mercado mundial.

El libro analiza, con gran brillantez y logrando una síntesis clara y viva, lo que no era en principio fácil, esta evolución histórica. Así estudia en una primera parte, que no está muy lograda probablemente porque en esas etapas no existía el Estado ni el sistema de mercado, cuales, son los requisitos necesarios para lograr un espacio económico mundial. El comercio lejano, el gran comercio y el control de los mercados por los imperios de la antigüedad hasta el siglo XVI, Egipto, los fenicios, cartagineses (que crearon, quizá, las primeras multinacionales), los griegos y los romanos, con el primer intento de crear un imperio mundial, que nunca abarcó la tierra, y el mundo musulmán son otros tantos ejemplos.

Dentro de esa primera parte, y como parte de un cierto eurocentrismo, echamos en falta un análisis del mundo hindú y sobre todo del chino que sí estuvo a punto técnicamente, de lograr un imperio mundial. Lo que sí hace es enmarcar ese imperio chino, dentro del mundo europeo, que analiza desde el renacimiento carolingio y la aparición de las ciudades mercantiles italianas y la conquista de América.

La segunda parte se dedica a la constitución de la primera globalización que va desde 1600 a 1914 y en la que aparece, a partir de una ciudad mercantil, Ámsterdam, el primer Estado, el holandés, que instrumentaliza el comercio para lograr la hegemonía, creando la primera multinacional realmente fechada, la Compañía de las Indias Orientales. Sólo que el Estado nación que ocupará Ámsterdam, es pequeño territorialmente y tendrá que dejar el primer puesto a otros Estados, especialmente al británico, que se adueña de sus técnicas políticas y comerciales y las intensifica.

En este sentido, los autores admiten las teorías mercantilistas como estrategias económicas de los nacientes Estados naciones y cómo a partir de ellos se crea una integración triangular del mundo atlántico: Europa, América, África, integración que acelera la revolución industrial que obliga a una recomposición del espacio económico internacional y la supremacía de la *Pax Britannica* y, por tanto, un primer desarrollo

## LOS LIBROS

con el establecimiento en Europa de economías con sistemas de mercado, de una primera globalización que domina políticamente al resto del mundo a través del fenómeno del colonialismo.

La tercera y última parte del libro, que se denomina muy expresivamente de «los inciertos caminos de la segunda globalización», estudia el imposible retorno a la primera globalización (1914-1930) y las trayectorias comerciales y regionales de la globalización contemporánea (1945-2000) basada en el dinamismo del orden de Bretton Woods, el Estado keynesiano y el fordismo para acabar en la transnacionalización de las firmas y la irresistible globalización financiera, impulsada por los Estados y su necesidad de financiación (el paradigma son los EE UU) y la transferencia de la regulación, con la aparición de reguladores internacionales (Agencias, de origen y fundamento estatal).

En conclusión, hemos tratado sobre un libro nutrido de reflexiones teóricas y conocimientos históricos que contribuye a entender mejor la relación Estado-Economía, la aparición del sistema de mercado y su dura y difícil expansión y sus retrocesos a partir de su origen en la Europa occidental. Todo ello además en un francés vivaz, brillante y con multitud de sugerencias para nuevas investigaciones, como corresponde a una obra de síntesis, y con una estructura lógica que nos presenta una vez más en estos tiem-

pos de predominio anglosajón, las virtudes de la exposición lógica francesa, posiblemente no superada por nadie.

Recomendamos vivamente su lectura.

**Antonio M.ª Ávila**

*Profesor de Comercio Internacional.  
TPGA. Universidad Autónoma*

**Miguel Ángel Díaz Mier**

*Profesor titular de Organización  
Económica Internacional. Universidad  
de Alcalá de Henares*

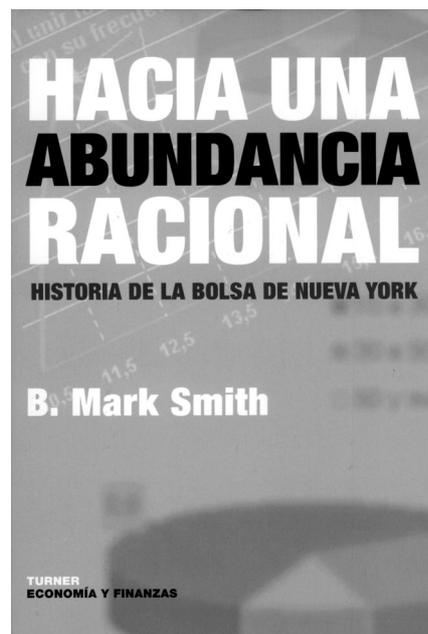
## RESEÑAS

### HACIA UNA ABUNDANCIA RACIONAL. HISTORIA DE LA BOLSA DE NUEVA YORK

**B. Mark Smith**

Turner Economía y Finanzas,  
Madrid, 2003, 376 páginas

Esta obra narra la historia de la Bolsa de Nueva York desde el año 1901 hasta nuestros días, describiendo la notable transformación experimentada por ésta a lo largo del siglo XX. La elección de este período viene justificada por el hecho de que a partir del año 1901 es posible detectar las primeras manifestaciones de las tendencias que acabarían definiendo el mercado de valores moderno. La tesis central del autor es que el mercado de valores actual sólo puede comprenderse a la luz del proceso evolutivo seguido desde



su creación, que nos ayuda a comprender por qué ocupa un lugar central en la economía moderna.

La historia del mercado norteamericano de valores comienza, en realidad, a finales del siglo XVIII, en un callejón situado en el extremo sur de la isla de Manhattan. Bautizada con el nombre de Wall Street, después de que las autoridades holandesas que administraban la colonia de Nueva Ámsterdam edificaran allí un muro hacia el año 1600, esta calle de apariencia insignificante sería en poco tiempo el símbolo del mercado financiero del país. Con el tiempo, el nombre de ninguna otra calle del mundo entrañaría tantas connotaciones de riqueza y poder.

En 1901, John Pierpont Morgan adquiría el edificio principal de lo que pocas semanas después sería la sociedad industrial más grande del mundo: United States Steel.

Con una capitalización de más de 1.400 millones de dólares, superaba al Gobierno Federal (con un presupuesto anual de 350 millones de dólares y una deuda pública de poco más de 1.000 millones de dólares). Dependiendo de la perspectiva, J. P. Morgan fue considerado en su época como «el mayor financiero que la humanidad ha conocido», o como uno de los financieros autoritarios que controlaban los grandes grupos industriales, junto con otros apellidos míticos como Rockefeller o Vanderbilt.

En 1914 estalla la Primera Guerra Mundial. El conflicto, que implicó desde el año 1917 la participación directa de Estados Unidos, hizo que el Gobierno del país se inmiscuyera como nunca lo había hecho antes en la economía. Sorprendentemente, la guerra crearía las condiciones óptimas para invertir la imagen negativa que muchos norteamericanos tenían de Wall Street, sentando además las bases para un notable aumento de la inversión pública en acciones.

Durante los últimos años de la década de 1920 se produce un alza espectacular del mercado de valores. Sin embargo, en 1928 empiezan a escucharse voces, entre ellas, la de Moody's Investment Service, que recomiendan precaución ante el elevado precio de las acciones y alertan sobre el aumento de la especulación (frente a una subida del mercado del 40 por 100, el índice industrial Dow Jones sólo había

aumentado un 12-14 por 100). El mercado cerró el último día de operaciones de diciembre del año 1928 en el punto más alto de todo el año; el hundimiento del año 1929 persiste todavía en la conciencia popular. Aunque Galbraith opinaba en 1950 que el 1 de enero de 1929 parecía probable que el auge del mercado concluiría antes de final de año, Samuelson escribió en 1979 que el colapso que tuvo lugar entre 1929 y 1933 no fue en absoluto previsible. También Keynes perdió mucho dinero en el *crash*, al igual que otros miembros de la comunidad académica.

En 1940, Charles Merrill tomaría la decisión de fusionar su joven firma Merrill Lynch con Pierce & Company. La experiencia adquirida como agente y su trabajo en la cadena de tiendas de ultramarinos le llevaron a la conclusión de que las técnicas innovadoras de ventas y de gestión (como las empleadas por las grandes cadenas) podían adaptarse a las agencias de valores. La fusión le permitiría poner a prueba sus ideas. Merrill sabía que para convencer a los potenciales inversores debía superar primero la arraigada desconfianza popular hacia Wall Street. Comenzó suprimiendo las comisiones de sus agentes, a los que asignó un salario anual fijo. En otra reforma que también estremeció a los mercados, Merrill anunció que su firma comenzaría a publicar informes anuales en los que se detallara ex-

plicitamente su situación financiera y eliminó toda restricción a la información. Considerada desde cualquier perspectiva, la estrategia de Merrill fue un éxito sobresaliente. En los primeros nueve meses del año 1940, su número de cuentas creció en más de un tercio, situándose en 50.000. Hacia final de la guerra, en el año 1945, Merrill Lynch tenía 250.000 cuentas de clientes y era, con gran diferencia, la compañía de agentes más grande del país. Pero más importante que el éxito individual de la empresa fue el hecho de que las decisiones de Charlie Merrill ayudaron a lavar la imagen de Wall Street. Poco después iniciaría una heterodoxa campaña publicitaria consistente en una página de publicidad en los periódicos más importantes, con seis mil palabras de texto apretado y seco, bajo el título: «Lo que todos deben saber sobre el negocio de las acciones y los bonos». El contenido era puramente explicativo y en ningún momento elogiaba a Merrill Lynch ni a sus productos. La única referencia a la firma era una breve nota a pie de página en la que se invitaba a los lectores interesados a ponerse en contacto con Merrill Lynch para obtener una copia del texto. La reacción fue abrumadora: la compañía recibió miles de pedidos y cientos y cientos de cartas, lo que convenció a Merrill de que existía un amplio grupo de personas interesadas en la bolsa que podían ser convencidas para

invertir si se les garantizaba un mercado limpio y abierto.

En 1952 se publicó un artículo en el *Journal of Finance* bajo el título de «Portfolio Selection». El texto era breve (no más de 14 páginas, consistentes en su mayor parte en fórmulas matemáticas) y pasó relativamente desapercibido, ya que el mercado de valores no era considerado como un área digna de investigación económica. Al defender su tesis, en la que profundizaba y ampliaba los conceptos desarrollados en ese artículo, Markowitz se vio interrumpido por Friedman que le dijo: «Harry, toda la parte matemática parece estar bien, pero hay un problema. Ésta no es una disertación sobre economía. No es de matemáticas, no es de economía, no es ni siquiera de administración de empresas». La intuición de Markowitz era que el riesgo inherente a una cartera de valores depende de la covarianza de los valores de la cartera (en otras palabras, del grado en que los precios de esos valores se mueven conjuntamente) más que del riesgo de cada valor considerado individualmente. De esta forma, era posible componer una cartera de valores con un riesgo moderado si la covarianza de los valores que integraban esa cartera era baja (no tendían a moverse conjuntamente). La diversificación era así el instrumento para minimizar el riesgo y maximizar el rendimiento. Cuando finalmente recibieron la atención que merecían, las ideas de Markowitz alteraron por completo los conceptos

tradicionales de la gestión de inversiones y su autor recibiría finalmente el premio Nobel de Economía. Sharpe, Miller, Black y Scholes, entre otros, continuarían con el análisis.

Cuando Ronald Reagan nombró a Alan Greenspan presidente de la Reserva Federal en el año 1987, sus críticos plantearon sin rodeos sus dudas de que estuviera realmente a la altura de su tarea. El presidente saliente, Paul Volcker, había logrado una posición casi legendaria por su lucha contra la inflación y Greenspan desató críticas con su visión optimista de la situación económica, ignorando el abultado déficit público y declarando que no veía signos de inflación incipiente. Sin embargo, a pesar de su aparente tranquilidad, conocía bien los peligros potenciales que acechaban a la economía y poco después de tomar posesión de su cargo inició un estudio secreto destinado a anticipar crisis futuras y a desarrollar planes para prevenirlas, lo que tuvo ocasión de llevar a cabo en diversas ocasiones. ¿Por qué Alan Greenspan ha luchado tan afanosamente por comprender el mercado de valores? La respuesta es muy simple: hoy en día el número de personas que mantiene inversiones es muy elevado, por lo que el precio de las acciones tiene efectos muy directos sobre la riqueza de los hogares, así como sobre la financiación de las empresas. Greenspan define con gran precisión la importancia que el mercado de valores moderno tiene

para la economía al indicar que no puede entenderse el funcionamiento de ésta sin hacer referencia al precio de las acciones.

M. L. G. P.

## ¿CÓMO SE REALIZAN LAS COMPRAVENTAS DE EMPRESAS EN ESPAÑA?

J. M. Romances, J. M. Álvarez, R. Hallett Charro, A. Areitio Basagoiti, C. Benítez Castelar, J. M. Campa y P. Fernández



La estructura empresarial española está cada vez más homologada con los países de nuestro entorno. Por ello, este Informe analiza cómo funcionan los procesos de compraventas de empresas en España dentro de un contexto de aumento del número de operaciones y de la necesidad de ser más

eficientes y eficaces en estas acciones. El Informe analiza los tres aspectos más importantes de estos procesos: la búsqueda de candidatos y posterior negociación; cómo se valoran las empresas; y las implicaciones jurídicas. El análisis efectuado parte de las nociones básicas para llegar a los diferentes elementos y experiencias más avanzadas en el mundo de las Fusiones y Adquisiciones de empresas en la actualidad.

Como queda patente en este libro, las Fusiones y Adquisiciones de empresas constituyen una disciplina nueva y, por lo tanto, aún no existen muchos conceptos teóricos invariables o experiencias incontables. Pero, al mismo tiempo, es una nueva estrategia competitiva que la mayoría de las empresas deben tener en cuenta a la hora de elaborar sus planes futuros.

No obstante, este Informe contiene muchos conceptos teóricos ya contrastados y aporta multitud de experiencias que ayudarán a lograr mayor transparencia y eficiencia a este sector.

La parte jurídica de esta obra describe todo el proceso negociador de una adquisición de empresas en su vertiente documental y contractual, explicando los distintos pasos y la función que juega el abogado en cada uno de ellos. Se ha evitado de forma intencionada hacer grandes alardes doctrinales y enfoques extremadamente técnicos en derecho por consideración con el

público al que va dirigida esta publicación.

Los procedimientos que se siguen para adquirir una empresa son, de hecho, muy similares en todos los países, aunque el estilo anglosajón ha impuesto sus pautas, sus métodos y aún más, la terminología. Esto ha obligado a adoptar estructuras negociadoras que nos son extrañas y a adaptarlas a nuestra realidad jurídica y económica.

Desde mediados de los años ochenta hasta la fecha, los juristas españoles han ido depurando los métodos y los documentos que se importaban a través de los inversores extranjeros en España, y han tenido que confeccionar el régimen jurídico de las adquisiciones de empresas que prácticamente era desconocido como tal, más allá de las mucho menos sofisticadas compraventas de sociedades; y es aquí donde reside el mérito de estos estudios, que sistematizan y ordenan una serie de prácticas que se empezaron a repetir por imitación de lo que se hacía fuera de España, pero que han conformado una auténtica práctica digna de estudio.

En cuanto a la parte fiscal, se debe destacar que son poco frecuentes las sistematizaciones dirigidas a dar un tratamiento global de las repercusiones fiscales en las adquisiciones de empresas. Al hallarse la normativa que afecta a estas transacciones difuminada en numerosos textos legales, el acercamiento que normalmente efectúan los

tratadistas consiste más en el estudio y tratamiento de cuestiones concretas que en la sistematización e integración de normas que se llevan a efecto en estos trabajos, de tal forma que el lector alcanza una idea de conjunto interrelacionando la normativa sectorial.

En relación con el informe económico, uno de los elementos clave en la realización de una transacción de compraventa es la valoración de las empresas que participan en la transacción. Para la realización de esta valoración existen muchos métodos propuestos que pueden dar lugar a distintas valoraciones y a distintas estrategias de gestión de la transacción. El objetivo de los autores es describir de una forma clara y exhaustiva los distintos métodos que existen para la valoración de las empresas y las ventajas y desventajas de cada uno. También analizan críticamente los múltiples más comunes en el análisis comparado de valoraciones de empresas y los distintos argumentos para la utilización de opciones reales como fuente de valor inherente en los proyectos empresariales.

La primera sección es una revisión de los métodos más frecuentemente utilizados en la valoración de empresas incluyendo métodos basados en información contable, métodos comparados por múltiples y métodos de descuento de flujos. La segunda sección desarrolla en detalle los métodos más frecuentes en la valoración por múltiples y sus

## LOS LIBROS

principales limitaciones. La tercera sección muestra los ocho métodos más utilizados para valorar empresas por descuento de flujos, resaltando las diferencias conceptuales y de aplicación más importantes entre ellos. Los ocho métodos pro-

porcionan siempre el mismo valor. Este resultado es lógico, porque todos los métodos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis; sólo difieren en los flujos que toman como punto de partida para la valoración. También presenta las

seis teorías más utilizadas. Por último, la cuarta sección aborda la valoración con opciones reales y muestra sus principales limitaciones como verdaderas fuentes de generación de valor de las empresas.