

# Investitorii instituționali și governanța întreprinderii



**Niculae Feleagă**

*Profesor universitar doctor*

Academia de Studii Economice București

***Abstract.** The years between 1990-2000 represented the rising power period for the institutional investors, especially within the developed countries. In the Anglo-Saxon environment, such a growth significantly modified the structure of companies' shareholder frameworks. The development and the institutionalization of the stock exchange market determined the companies' bonds to be more concentrated within the hands of the financial institutions, which have a superior economic expertise, rather than do the natural persons when saving. In order to diminish the informational lack of symmetry, between the company's leaders and its shareholders, and for influencing the leaders in managing the enterprise – with the purpose of maximizing value – some institutional investors tried to implement an external control system. Therefore, they formulated new corporate governance procedures. The development of the institutional investors is part of a reform movement targeted towards the macro-financial environment. That is why, two important elements deserve to be mentioned: the households' financial patrimonies and the structure of the financing frameworks. The institutional investors are essentially the mutual funds, the insurance companies and the pension funds, and therefore they manage considerable amounts of capital (in thousands of billions of dollars) within the assembly of OCDE countries.*

**Key words:** mutual funds; pension funds; sustainability, exit; voice.



## 1. Introducere

Creșterea în forță a investitorilor instituționali a mers împreună cu o reorientare importantă a economisirii gospodăriilor. Contextul macroeconomic și financiar al anilor 1990, evoluțiile demografice (îmbătrânirea generațiilor baby boom și problemele de finanțare a pensionarilor) și efecte puternice de ofertă (fiscalitate, inovare financiară) sunt tot atâția factori care au contribuit la abaterea economisirii produselor bancare tradiționale în beneficiul activelor pe termen lung și cu risc mai mare. Prin intermediul serviciului de gestiune a activelor financiare, investitorii instituționali s-au impus ca vectori de necontestat în deținerea de titluri pentru persoane particulare care, în marea lor majoritate, nu puteau să parvină direct piețelor financiare. Această evoluție conduce la o consecință semnificativă: patrimoniul

gospodăriilor este mai instabil și fluctuațiile bursiere se repercutează mai evident. Riscul tinde să fie suportat din ce în ce mai mult de gospodării, fără ca acestea să fie neapărat conștiente.

Dezvoltarea concomitentă a piețelor de capitaluri și a investitorilor instituționali a crescut în mod mecanic finanțările prin titluri. Totuși, ea pune o limită finanțărilor tradiționale pe cale de credit și se asistă, mai mult, la o complexitate crescătoare a circuitelor de finanțare. În numeroase țări examinarea piețelor obligatate este instructivă în această privință. Statele și instituțiile de credit alimentează în mod esențial oferta de titluri, în timp ce întreprinderile privilegiază, în multe cazuri, creditul bancar. Se tinde la o împărțire a rolurilor, în cadrul industriei financiare, între un prim tip de instituții, cele de credit,

care oferă finanțări întreprinderilor și gospodăriilor, procurându-și o parte importantă a resurselor lor pe piețele de titluri.

Investitorii instituționali au devenit actori semnificativi în viața întreprinderilor și pietelor financiare. Dezvoltarea acționariatului instituțional a fost însoțită de o recompunere progresivă a structurilor proprietății. În altă ordine de idei, trebuie să se manifeste mai multă prudență în privința implicațiilor schimbărilor în funcționarea întreprinderilor. Pe de o parte, generalizarea codurilor de bună conduită și un control mai sever al conducătorilor merg în sensul unei protecții progresive a interesului acționarilor minoritari și, deci, al celor ce economisesc. Pe de altă parte, scandaluri precum cele privind grupurile Enron și Worldcom arată în ce sens modul de guvernanță anglo-saxon nu este o întăritură absolută împotriva deturnărilor de fonduri care ar putea să fie puse la cale de unii conducători.

## 2. Investitorii instituționali în postură de acționari: câteva considerații generale

În Statele Unite, fondurile de pensii posedau în 2002 aproximativ 42% din capitalizarea bursieră. Dacă se adaugă aici companiile de asigurare-viață, totalul acțiunilor deținute de ansamblul investitorilor instituționali în contul persoanelor americane care economisesc depășește 48% din capitalizare. Situația este similară în Regatul Unit al Marii Britanii și Irlandei de Nord, pentru că investitorii instituționali controlau în 2002 aproximativ 54% din bursa londoneză. Această puternică creștere a fondurilor de investiții anglo-saxone a jucat un rol preponderent, de asemenea, în modificarea proprietății întreprinderilor, în unele țări din Europa continentală. În acest sens, este de relevat cazul Franței. Bursa pariziană este cea mai deschisă investitorilor nerezidenți și deci influenței lor. Conform unei anchete realizată de Le Monde, partea investitorilor străini în ansamblul societăților care figurau în 2002, la indicele CAC40, a atins 42,6% din care 24,1% erau deținute de investitorii americani și britanici. Dacă se luau în considerare câteva mari grupuri franceze ale sectoarelor industriale și financiare, partea investitorilor reprezintă aproximativ jumătate din participațiile străine. Ținând cont de restricțiile reglementare (în materie de diversificare internațională) la care ei sunt supuși, investitorii străini au poziții, în general, de acționari minoritari, în capitalul marilor întreprinderi franceze (Baudru, Lavigne, 2001, pp. 91-105). De asemenea, o astfel de implicare a investitorilor străini este importantă și în Spania unde, în 2002, nerezidenții dețineau 26% din acțiunile cotate. Dimpotrivă, în Italia ea era mult mai modestă.

Modificarea compoziției acționariatului întreprinderilor a avut o influență semnificativă asupra funcționării lor. Atunci când conducătorii se confruntau cu o nebuloasă de acționari individuali, ei puteau să-și exercite gestiunea fără contraputere. Din moment ce capitalul lor este deținut

de investitori instituționali, altfel spus de administratori de fonduri profesionale, conducătorii sunt supravegheați, în principiu, de manieră mai strânsă. O atare transformare a făcut să se schimbe modelul de guvernanță a întreprinderilor de la un model de tip stakeholder, bazat pe un control exercitat de conducători și de consiliile de administrație în care participă reprezentanții alianțelor implicate, la un model de tip shareholder, în care controlul este exercitat de acționari și de piete.

Conform teoriei agenției, structura proprietății unei întreprinderi constituie un sistem eficace al gestiunii conducătorilor, din moment ce unele condiții sunt reunite. Ele se referă la gradul de concentrare a capitalului și la natura acționarilor. Concentrarea capitalului întreprinderilor în mâinile investitorilor instituționali este un fenomen favorabil exercitării unei supravegheri eficiente a comportamentului conducătorilor (Burkart, Charlety, 2000). Într-o întreprindere al cărei acționariat este foarte atomizat, un singur acționar nu este incitat să angajeze resurse (reprezentând fonduri sau timp), pentru exercitarea unui control asupra gestiunii sale. Într-adevăr, el ar fi singur să suporte costul controlului, în timp ce ansamblul proprietarilor întreprinderii ar obține profit de pe urma acțiunii sale. Fiecare acționar este incitat, în consecință, să devină un pasager clandestin și conducătorii pot să lase frâu liber oportunistului lor în gestiunea întreprinderii. Dimpotrivă, un acționar care posedă o parte importantă a capitalului întreprinderii este incitat foarte mult să investească în controlul gestiunii entității, pentru că el va putea să-și însușească o parte neneglijabilă a beneficiilor suplimentare realizate. Incitarea sa pentru a interveni constituie cea mai bună garanție a eficacității sale și, de asemenea, cea mai puțin oneroasă în termeni de costuri de agenție.

În sfârșit, un acționar minoritar sau cu o puternică minoritate (minoritate de blocaj) poate să controleze de manieră mai eficace decât acționarii de mărime modestă, în măsura în care el deține suficiente drepturi de vot pentru a influența conducătorii sau, eventual, pentru a convinge alți acționari de a-l susține în caz de opoziție din partea conducerii întreprinderii.

Paralel cu această primă condiție, natura acționarilor joacă de asemenea un rol în eficacitatea controlului. Unii acționari ca și investitorii instituționali sunt presupuși a fi mai competenți, deoarece ei posedă caracteristici care să le permită să aibă acces la informațiile ce vizează întreprinderea și să le prelucreze de o manieră mai satisfăcătoare. În mod special, ei beneficiază, în acest sens, de economiile de scară și exercită, din acest fapt, controlul la un cost mai scăzut decât acționarii individuali izolați. De altfel, în conformitate cu teoria agenției, acționarii instituționali pot constrânge gestiunea realizată de conducători, având în vedere puterea de a influența reputația întreprinderilor și pentru că mijloace financiare semnificative le permit să devină, dacă este cazul, acționari activi (Smith, 1996, pp. 227-252).

### 3. Noii proprietari și guvernanta întreprinderii

În general, într-o relație de agenție, conducătorii au ca mandat întreprinderea oricărei acțiuni conform cu interesul acționarilor. Totuși, ei dispun, în același timp, de competențe de gestiune specifice de care sunt lipsiți acționarii și de o mai bună informare privind întreprinderea și mediul său. Această asimetrie de informații permite managerilor să orienteze gestiunea întreprinderii în funcție de propriile lor interese, care pot să fie diferite de cele ale acționarilor lor.

După cum se știe, guvernanta întreprinderii grupează ansamblul de mecanisme ce vizează rezolvarea unei probleme de agenție, implicit conflictele de interese între acționari și conducători. Poate să fie vorba de un control efectuat de consiliul de administrație, de un mod de remunerare incitativ, de un activism al acționarilor sau de presiunile exercitate de piața financiară, prin intermediul ofertelor publice. Mecanismele de control interne și externe au fost explicate prin teoria agenției (Jensen, Meckling, 1976, pp. 305-360).

În articolele noastre anterioare am analizat cele două mari modele de guvernanta a întreprinderii: cel de tip shareholder și cel de tip stakeholder. În cadrul primului tip, controlul comportamentului oportunist al conducătorului se exercită de manieră externă prin intermediul pieței. Dacă acționarii sunt nemulțumiți de rezultatele întreprinderii, în termeni de dividende distribuite sau de evoluție a cursului acțiunilor, ei „votează cu picioarele”, adică își vând acțiunile. Cursul acțiunii se diminuează și conducătorul întreprinderii este atunci în situația în care depinde integral de luări ostile de control (OPC). Această din urmă eventualitate trebuie să incite conducătorii în administrarea întreprinderii conform intereselor acționarilor. Acest mod de reglare a întreprinderilor domină în mod esențial în țările anglo-saxone.

În modelul de tip stakeholder, principalul obiectiv este apărarea interesului ansamblului părților participante ale întreprinderii (acționarii, salariații, celor care sunt însărcinați cu lucrul cedat unui antreprenor principal, clienții, mediul apropiat întreprinderii etc.). Controlul conducătorului este asigurat printr-un organism compus din acționari și din salariați. Se vorbește atunci de control intern. Capitalismul renan se constituie într-un exemplu tipic al acestui model de guvernanta a întreprinderii. Investitorii instituționali au formulat noi reguli în privința aspectelor particulare ale guvernantei întreprinderii și evaluează conducătorii cu privire la aptitudinea lor de a le aplica. Teoretic, întreprinderile care nu se pliază în acest sens văd acțiunile lor abandonate și valorificarea lor atinsă; slăbite de această manieră, întreprinderile întâlnesc dificultăți în găsirea fondurilor proprii necesare expansiunii lor și sunt expuse riscului de răscumpărare.

La modul general, așteptările investitorilor instituționali se referă la cinci criterii. Mai întâi, ei pretind o mai mare transparență în ceea ce privește activitatea

întreprinderii (de exemplu, prin intermediul publicării rezultatelor trimestriale), remunerarea conducătorilor sau prezentarea documentelor de sinteză. În particular, ei exercită o presiune pentru ca astfel de documente respectă standardele contabile internaționale. În al doilea rând, respectarea principiului „o acțiune = un vot” și protecția acționarilor minoritari sunt de asemenea impuse de investitorii instituționali. În al treilea rând, investitorii instituționali încurajează puternic întreprinderile să modernizeze compoziția consiliului lor de administrație, cu numirea unei majorități de administratori independenți și să se separe funcțiile de președinte și de director general. În al patrulea rând, investitorii instituționali se opun introducerii de măsuri antioferță publică de cumpărare (OPC) care vizează să protejeze echipele conducătoare: piața trebuie să fie totdeauna în măsură să sancționeze incompetența managerilor. În sfârșit, pentru a alinia interesul conducătorilor la cel al acționarilor, investitorii instituționali sunt favorabili pentru ca remunerațiile vărsate managerilor să integreze stock-options, care să le procure un drept de achiziție pentru acțiunile întreprinderii, în condiții foarte favorabile.

Fondurile publice de pensii au constituit fierul de lance al luării puterii investitorilor instituționali, în cadrul întreprinderilor americane, prin intermediul enunțării de principii de guvernanta a întreprinderii. CalPERS a fost unul dintre fondurile de pensii cele mai active în materie. Concentrate la origine (în 1987) numai pe întreprinderile americane, preceptele lor de bună guvernanta vizează de aici înainte un câmp larg, mergând dincolo de frontierele Statelor Unite. De exemplu, în 1997, au fost publicate „principiile unei bune guvernante a întreprinderii pentru Franța”. Aceste exigențe formulate de unii investitori instituționali au suscitât în numeroase țări interesul puterii publice și patronatului în materie de guvernanta (Rubinstein, 2002).

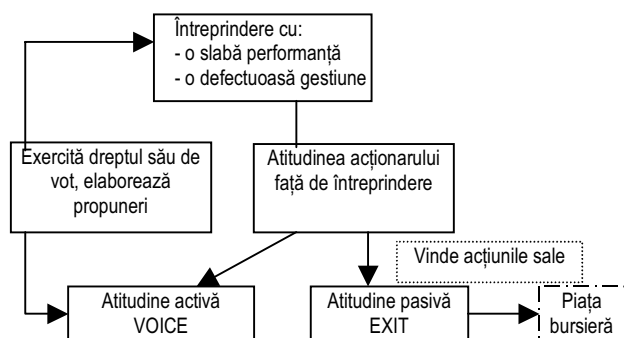
În Regatul Unit, raportul Cadbury, elaborat de organizațiile patronale, a văzut lumina zilei în 1992. În Franța, în continuarea experienței britanice, rapoartele de referință, ajungând la recomandări, au fost publicate la inițiativa patronatului francez: este vorba despre rapoartele Viénot din 1995 și din 1999, cât și de raportul Bouton, datat în septembrie 2002. În sfârșit, redactarea codului de bună guvernanta de către OCDE, în 1999, mărturisește despre voința unei anumite standardizări la nivel internațional.

Aceste referiri la emergența universală a preocupărilor privind guvernanta întreprinderii nu trebuie să conducă la concluzia uniformității modelelor de guvernanta în rândul principalelor țări dezvoltate (Boutillier et al., 2002, pp. 499-544).

### 4. O creștere a activizării (activism) investitorilor instituționali

În situația în care un acționar nu este mulțumit de gestiunea sau de performanța unei întreprinderi, pot fi adoptate două atitudini radical diferite, fie să procedeze la

vânzarea acțiunilor sale (atitudine de tip exit, pentru a folosi terminologia introdusă de Hirshman (1970)), fie să încurajeze entitatea să modifice strategia sa prin intermediul exercitării drepturilor de vot pe care i le conferă acțiunile sale (atitudinea de tip voice). Manifestarea acestui al doilea comportament corespunde la ceea ce înțelegem prin activizarea (activism) acționarului.



Sursa: Boubel A., Pansard P., 2004.

**Figura 1.** Posibilitățile oferite acționarilor de a face semnificativă nemulțumirea lor față de entitatea în cauză

Noul instrument de guvernanta a întreprinderii, care a constat în punerea în aplicare a codurilor de conduită, a mers în același sens cu o activizare din ce în ce mai marcantă a fondurilor de pensii. Pentru a explica motivele abandonului unui comportament, care în mod tradițional era pasiv (Herve, 2001, pp. 125-135), pot să fie avansate mai multe elemente. În mod special, ponderea din ce în ce mai mare a fondurilor de pensii în deținerea de titluri ar conferi pozițiilor lor o stare de nelichiditate, ceea ce ar conduce fie la o expunere, în caz de vânzare, la scăderea cursurilor, fie la împărțirea cantităților cedate. Companiile de asigurare-viață, în general, au o atitudine pasivă. În același mod, fondurile de investiții financiare (mutual funds), pentru care acționarii au tendința de a-și exprima eventuala nemulțumire prin cesiunea de acțiuni. Restricțiile la care ei fac față în termeni de diversificare îi conduc în a nu deține decât valori mici în fiecare întreprindere ce face parte din portofoliu, de unde o slabă incitare pentru a interveni în gestiunea acestora.

Schimbarea modelelor de guvernanta a întreprinderilor, impulsionate de investitorii instituționali, conduce, în mod natural, la a te interoga asupra fundamentării. Pe de o parte, emergența acestor intermediari financiari a contribuit la o mai bună transparență și la o luare în cont mai semnificativă a interesului acționarilor minoritari, conform unui model shareholder. Pe de altă parte, nu trebuie schițat un portret prea simplu al funcționării întreprinderilor așa cum pare să se contureze: scandalurile financiare care au izbucnit la începutul anilor 2000, în Statele Unite, arată că, în pofida controlului în mod aprioric „obiectiv” și lipsit de orice amabilitate a investitorilor instituționali, este posibil pentru unii conducători de întreprinderi să acționeze în

totală contradicție cu interesul proprietarilor. În același mod, avântul extraordinar al investitorilor instituționali și al piețelor financiare a condus la apariția de profesioniști și de actori specifici, care au generat noi probleme. Bursele au devenit elemente semnificative în raportul care unește investitorii instituționali și întreprinderi, cu consecințe adesea dăunătoare asupra evaluării acestor entități și deci asupra judecății formulate de investitorii instituționali, prin intermediul recomandărilor analiștilor financiari.

## 5. Alte idei privind atitudinea activă sau pasivă a acționarului

De aproximativ un deceniu vedem pusă în operă democratizarea evidentă a guvernantei marilor societăți. Au devenit între timp acționarii efectiv suverani ai întreprinderilor? A-ți pune întrebarea este deja a avea semne de îndoială. Situația pare să fie ambivalentă: câteodată ea este interpretată ca un real progres pe linia democrației aplicate întreprinderii; dimpotrivă, alteori ea este o influență mare a piețelor asupra vieții organizațiilor. Cum pot fi deduse interpretările și contradicțiile aceleiași realități?

Suveranitatea acționarilor poate să conducă la ce e mai rău sau la ce e mai bine, în funcție de faptul dacă aceasta se exercită în mod concret.

Există două mijloace de a repera exercitarea suveranității acționarilor asupra întreprinderii. Primul este bazat pe instituții, numit și „votul cu mâinile”, adică participarea activă la adunările generale anuale deliberative în care sunt ratificate marile politici și opțiuni ale entității. Al doilea constă în a părăsi întreprinderea, în caz de dezacord, prin vânzarea acțiunilor. Literatura recunoaște acest mijloc sub numele de „a vota cu picioarele”, adică participarea pasivă la viața întreprinderii.

### Despre votul cu mâinile

În contextul unei culturi democratice, pare evident ca adunarea generală anuală a întreprinderii să fie locul în care acționarii își exprimă opiniile asupra modului în care s-a realizat gestiunea întreprinderii și asupra perspectivelor acesteia. Adunarea are menirea să numească sau să sancționeze conducătorii ei. Toți acționarii sunt convocați la adunare și pot participa personal sau să-și delege altui acționar dreptul de vot. Înaintea Adunării Generale, fiecare acționar primește obligatoriu o informare asupra performanțelor întreprinderii, poziției sale financiare și evoluției poziției financiare. Acționarii pot pune întrebări în timpul adunării, iar conducătorii sunt obligați să răspundă la acestea. Acționarii pot interveni dacă dețin un număr suficient de acțiuni, conform pragurilor definite prin lege. Proiectele de rezoluție sunt supuse votului și adoptate printr-o majoritate de voturi, conform principiului general o acțiune = un vot. Printre aceste rezoluții pot fi enumerate: a fi de acord cu rezultatele gestiunii conducătorilor,

desemnarea mandatarilor, eventualele modificări statutare (adunările generale extraordinare) sau autorizarea dată administratorilor de a distribui stock options etc.

Adunarea Generală seamănă cu un parlament: se poate lua cuvântul pe baza unui sistem cunoscut, critica modul de gestiune, cere explicații. Și, pentru un exercițiu major al suveranității, se desemnează „executivul” entității (administratorii) și comitetele care îi controlează. În cadrul adunării, se înlocuiește sau se legitimează puterea managerilor.

### **Despre votul cu picioarele**

„A vota cu picioarele” înseamnă a ceda acțiunile, atunci când un acționar este în dezacord privind gestiunea întreprinderii. Acționarii care nu sunt mulțumiți de activitatea managerilor, de strategie sau de profiturile sperate pot să părăsească întreprinderea. Atât timp cât piața este suficient de lichidă ei își vând titlurile. Abandonul lor sau amenințarea de abandon este un semnal al interesului acționarilor pentru întreprindere. Cum vânzările de titluri se efectuează în mod continuu pe piețele bursiere, conform unei logici economice bune, prețul acțiunii, fără a se preocupa de viitor, traduce ofertele și cererile referitoare la aceasta. El devine un fel de termometru al acordului între conducători și acționari.

### **Despre cursul acțiunii ca semnal al unei gestiuni bune**

Neîncrederea acționarilor față de conducători se traduce printr-o vânzare mai mare decât cumpărarea de titluri și deci printr-o scădere a cursului. În felul acesta se impune un mecanism care are o poziție centrală în guvernanta contemporană a întreprinderilor: susținerea acționarilor în gestiunea entității se traduce în valoarea acțiunii. Ca atare, evoluția cursului este de asemenea un indicator al calității gestiunii. În măsura în care cursul scade, rezultă că acționarii pleacă, decepționați de gestiunea actuală sau de perspectivele sale. Dacă el crește, rezultă că întreprinderea atrage acționari deoarece perspectivele de câștig, de creștere sau de valorificare a economiei sunt bune.

Votul cu picioarele este totuși o formă primitivă de exercitare a suveranității. Această atitudine reduce un acționar la a se exprima printr-o alternativă destul de simplistă: „rămân în întreprindere” sau „plec”. Entitatea este redusă la prețul acțiunii sale ceea ce, în sine, este un indicator foarte rudimentar privind potențialul său.

Totuși, chiar primar, un atare indicator permite o exprimare autentică a suveranității acționarilor și nu am avea dreptate ca să-l subestimăm. Conducătorii trebuie să țină cont de evoluțiile acțiunii care amplifică opinia multitudinii acționarilor.

În contextul în care acționarii au utilizat votul cu picioarele ca mijloc de presiune, în anii 1990 apare noțiunea de valoare acționarială (valoare pentru acționar) ca indicator al buneii gestiuni a societăților. Principiul este simplu: a încuraja toate inițiativele care conduc la creșterea

cursului acțiunii, astfel încât să se amelioreze raportul între capitalul investit în acțiune și profiturile așteptate (return on equity: ROE). O operație care conduce la creșterea capitalului cu 1.000 dolari, cu un randament așteptat de 100 dolari, are deci un retur în capital de 10%, care va putea să fie comparat cu ROE al oricărui alt proiect al întreprinderii, pentru a determina performanța sa.

## **6. Reflecții finale: O politică financiară orientată mai mult spre maximizarea valorii acționariale, dezvoltarea durabilă și convergența către un model unic**

În mod aprioric, pare evident ca politica pusă în operă de întreprindere să vizeze satisfacerea intereselor celor care dispun în mod real de puterea de decizie. În astfel de condiții, s-a avansat că o creștere în forță a acționarilor instituționali antrenase o reformulare a politicii financiare a entităților, obiectivul de maximizare a valorii acționariale devenind prioritar și îndepărtând pe planul secundar obiective precum menținerea locului de muncă (acest din urmă obiectiv putea să fie esențial atunci când statul era un acționar de referință al întreprinderii). Într-un raport redactat în atenția Comisariatului general al planului, Jeffers și Plihon (2001) schițează o stare a practicilor susceptibile să fie realizate de unele întreprinderi, pentru a administra un stimulent patrimoniului acționarilor. Aceste practici includeau fuziunile-achiziții, recentrarea strategică a profesiunilor de bază, externalizarea unei părți a procesului productiv și reducerea intensității capitaliste. În legătură cu acest ultim punct, putem să facem referire la răscumpărările masive de acțiuni realizate de firmele americane, în cursul anilor 1990, și la recursul mai intensiv la finanțarea sub forma îndatorării (emisiunile de obligațiuni), aceste două elemente trebuind să conducă la o evaluare a rezultatului pe acțiune.

Oare eficacitatea întreprinderilor a fost influențată de investitorii instituționali? Răspunsul la o atare întrebare se izbește de probleme deosebite de observare. De asemenea, fără a se pierde în întrebări de natură semantică, enunțarea criteriilor de eficiență nu este în sine evidentă. Din punct de vedere strict financiar, literatura nu permite să se afirme că un control mai strâns al investitorilor instituționali și eventuala reorientare a politicilor financiare să fie traduse pe termen lung printr-o valorificare mai ridicată a acțiunilor întreprinderilor vizate.

La începutul acestui mileniu, ideologia neoliberală este puternic contestată. A devenit evident că aplicarea preceptelor neoliberale, în economia mondială, conduce la o situație puțin durabilă pentru viitorul umanității. Nivelurile ridicate de rentabilitate la care sunt supuse întreprinderile le conduc la o cursă de productivitate de neînfrânat, care epuizează natura, amplifică prelevările și abandonările, și strică marile mecanisme de reglare a biosferei. Această repunere în cauză a ideologiei

neoliberală este, de asemenea, conștientizarea unui număr crescător de cetățeni, la nivel mondial, fapt ce ne conduce la o posibilă alternativă.

Teoria dezvoltării durabile (sustainability theory) definește principiile unei atare alternative (Sachs, 1997). Această abordare a fost elaborată de ONU, la sfârșitul anilor 1970, pentru a defini o nouă ordine internațională, bazată pe o dezvoltare echitabilă și pe o protejare a mediului.

Există un număr important de specialiști care susțin ipoteza conform căreia, în pofida unei crize profunde care influențează lumea la începutul anilor 2000, noul regim de creștere, calificat drept „capitalism acționarial”, care se instalează progresiv, nu va fi repus în cauză. Tentația este mare în a considera că, sub efectul mutațiilor tehnologice și al globalizării financiare, toate economiile capitaliste evoluează spre un model unic de tip anglo-saxon. Majoritatea teoriilor merg pe ideea că sistemul economic și social cel mai competitiv va sfârși prin a se impune, prin simplu fapt al punerii în stare de concurență a spațiilor

naționale. Este adevărat, mondializarea se traduce printr-o interdependență crescătoare a teritoriilor. Totuși, aceasta nu implică nici că formele naționale de capitalism trebuie să convergă, nici că orice reformă care se îndepărtează de modelul american este contraproductivă. Experiența istorică mărturisește caracterul efemer al modelelor: în anii 1970, era apreciat modelul german al economiei sociale de piață, bazat pe gestiunea comună între sindicate și patronat și pe o relație strânsă între bancă și industrie (Hausbank); apoi a fost rândul Japoniei de a realiza o organizare exemplară a firmelor economiei sale și a relațiilor strânse între firme și bănci, în sânul zaibatsu; la ora în care capitalismul japonez și cel german sunt în criză, capitalismul american, purtător al „noii economii”, dă și el serioase semne de sufocare.

Este probabil, deci, că forma de capitalism acționarial, care s-a răspândit în țările anglo-saxone, nu se va aplica în restul lumii decât în diverse variante ale sale, cu diferențe naționale puternice.

## Bibliografie

- Boubel, A., Pansard, F., „Les investisseurs institutionnels”, *La Decouverte*, nr. 98, 2004
- Baudru, D., Lavigne, S., „Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français”, *Revue d'économie financière*, nr. 63, 2001
- Boutillier, M., Labye, A., Lagoutte, C., Levy, N., Oheix, V., „Financement et gouvernement des entreprises – exceptions et convergences européennes”, *Revue d'économie politique*, vol. 112, nr. 4, 2002
- Burkart, O., Charlety, P. (2000). *Les fonds de pension et le rôle des actionnaires importants dans le gouvernement des entreprises*, în C. Bismut și N. El Mekkaoui de Freitas, *Fonds de pension. Aspects économiques et financiers*, Economica, Paris
- Hervé, F., „Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noires du conseil des investisseurs institutionnels?”, *Revue d'économie financière*, nr. 63, 2001
- Hirshman, A. (1970). *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, Cambridge, Mass
- Jeffers, E., Plihon, D., *La montée des investisseurs institutionnels et particulièrement des fonds de pension américains, Vers une convergence des systèmes de gouvernement d'entreprises en Europe*, décembre 2001.
- Jensen, M., Meckling, W., „Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, nr. 3, 1976
- Rubinstein, M., „Le débat sur le gouvernement de l'entreprise en France : un état des lieux”, *Revue d'économie industrielle*, nr. 98, 2002, 1<sup>er</sup> trimestre
- Sachs, I. (1997). *L'Ecodeveloppement, stratégies pour le XXI<sup>e</sup> siècle*, Syros, coll. Alternatives économiques, Paris
- Smith, M., „Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from Cal PERS”, *Journal of finance*, vol. 51, nr. 1, 1996