

Privatización y gobierno corporativo

Lecciones del fracaso del mercado de valores (*)(**)

John C. Coffee Jr. (***)

Catedrático Adolfo A. Berle de Mercado de Capitales y Corporaciones en la Escuela de Leyes de la Universidad de Columbia

Introducción: el redescubrimiento del gobierno corporativo.

Un espectro está al acecho de la teoría neoclásica de finanzas corporativas⁽¹⁾. Es el espectro de que la ley importa -de que una teoría positiva de la firma es incompleta a menos que incorpore y explique el papel

de las variables legales-. Investigaciones recientes sobre el gobierno corporativo han encontrado diferencias sistemáticas entre las naciones en lo referente al accionariado concentrado, al desarrollo del mercado de capitales, al valor de los derechos de voto y al uso de financiamiento externo⁽²⁾. Aún más importante, estas diferencias parecen correlacionarse

(*) Título original: *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*. Preparado para el Centro de Estudios en Análisis Económico del Derecho de la Escuela de Leyes de la Universidad de Columbia, y publicado en el *Journal of Corporation Law* No. 25, Volumen 1, 1999. La traducción, con la debida autorización del autor, ha estado a cargo de Ricardo E. Postigo Bazán, con la colaboración y supervisión del doctor Juan Luis Hernández Gazzo. Agradecemos sinceramente a Edgardo Cavalíe Fiedler por su valiosa ayuda en la obtención de la autorización para la publicación de este trabajo.

(**) Este trabajo fue presentado inicialmente en una conferencia patrocinada por la Escuela de Leyes de la Universidad de Michigan y por el *William Davidson Institute* el 23 y 24 de setiembre, 1999. Al autor le gustaría agradecer los útiles comentarios de los participantes en la conferencia, en especial los de sus comentaristas, los catedráticos Andrew Weiss de la Universidad de Boston y Ken Lehn de la Universidad de Pittsburgh. No comparten, sin embargo, responsabilidad alguna por los puntos de vista aquí expresados.

(***) Nota del traductor: El profesor John C. Coffee Jr. es uno de los más destacados juristas en los Estados Unidos, especialista en Derecho Corporativo, Mercado de Capitales y Crimen de Cuello Blanco, así como uno de los máximos exponentes de la Teoría Económica del Gobierno Corporativo y Acciones de Clase a nivel mundial. Citado aproximadamente en 60 decisiones judiciales a nivel federal y en más de 1,000 artículos en diversas revistas de derecho; citado como soporte por la Corte Suprema de los Estados Unidos de América para sustentar las decisiones judiciales de los casos *Amchem Products Inc. v. Windsor* y *Ortiz v. Fibreboard*; frecuentemente invitado a testificar en acciones de clase, incluyendo la totalidad de los recientes arreglos por encima de los mil millones de dólares; consultor ante la *Federal Communications Commission* en representación de AT&T en el debate sobre la aún pendiente fusión entre Bell Atlantic y GTE. Ha testificado ante comisiones del Congreso en cuatro ocasiones en los últimos tres años, siendo además asesor de la Casa Blanca en el *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995.

Antes de asumir la cátedra en la Escuela de Leyes de la Universidad de Columbia (1980), fue profesor titular en la Escuela de Leyes de la Universidad de Georgetown. Ha sido, asimismo, profesor visitante en las Escuelas de Leyes de las Universidades de Stanford, Virginia y Michigan y actualmente es miembro del Comité de Asesoría en la Regulación de Capital y Procesos Regulatorios de la *Securities Exchange Commission* (SEC) y miembro del Consejo de Asesoría Legal de la *National Association of Securities Dealers* (NASD) habiendo sido, hasta hace poco, miembro del Consejo de Asesores Legales de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). El profesor Coffee es investigador de la *American Academy of Arts and Sciences* y ha sido considerado por el *National Law Journal* como uno de "los 100 abogados más influyentes en los Estados Unidos". Entre sus publicaciones pueden destacarse: *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover* (con Lowenstein y Rose-Ackerman, 1988); y *Business Organizations and Finance* (con Klein, 1995).

(1) Esta es una referencia a una cita del ahora oscuro economista del Siglo XIX, Karl Marx, quien acuñó la frase en 1848. Ver: MARX, Karl y ENGELS, Friedrich. *Manifesto of the Communist Party*, 1898 (observando que el espectro del Comunismo estaba a la caza de Europa). No se espera que los académicos más jóvenes conozcan este material.

(2) Los principales esfuerzos han sido realizados por cuatro economistas financieros, que escribieron conjuntamente, a quienes se les denomina a veces como "la banda de los cuatro", pero que en lo sucesivo serán denominados neutralmente como "LLS & V". Ver: LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio y SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the world*. En: 54 *J. Fin.* 471, 1999; LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, SHLEIFER & VISHNY. *Law and Finance*. En: 106 *J. Pol. Econ.* 1113, 1998; LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, SHLEIFER & VISHNY. *Legal Determinants of External Finance*. En: 52 *J. Fin.* 1131, 1997. Para otro esfuerzo provocativo en esta misma rama, ver JOHNSON, Simon; BOONE, Peter, BREACH, Alasdair & FRIEDMAN, Eric. *Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997-1998*. (Documento de Trabajo, 1999).

estrechamente con la fuerza de las protecciones legales dadas a los inversionistas minoritarios⁽³⁾. A su vez, este nivel de protección legal parece depender de, y variar sistemáticamente con, la naturaleza y orígenes del sistema legal de cada nación. En particular, los sistemas legales del *Common Law* parecen mejores que los sistemas de Derecho Civil (en particular, los sistemas franceses del Derecho Civil) en proporcionar protecciones a los inversionistas y, a su vez, incentivando el crecimiento del mercado de capitales y la dispersión del accionariado. Se ha encontrado claramente que el tamaño, profundidad y liquidez de los mercados de valores se correlacionan directamente con la calidad de las protecciones legales dadas a los accionistas. En consecuencia, como la naturaleza y calidad de estas protecciones se diferencia ampliamente entre las naciones, el mundo corporativo se subdivide hoy en día en sistemas rivales de accionariado disperso y accionariado concentrado, con estructuras diferentes de gobierno corporativo caracterizando a cada una⁽⁴⁾.

Un giro del paradigma está ahora en camino, en la manera como la economía financiera enfoca el gobierno corporativo, con nuevos estudios, enfatizando el centralismo de las protecciones legales para los accionistas minoritarios y la posibilidad de que las normas puedan primar sobre la contratación privada⁽⁵⁾. Aunque este artículo reconoce la importancia de esta transición, es mucho más escéptico en relación a si estos nuevos académicos han identificado los elementos críticos que han dado a las naciones del *Common Law* una ventaja comparativa sobre el mundo del Derecho Civil. Aquí se mantiene el misterio. Una posibilidad es que las diferencias sustantivas en la ley

corporativa pueden importar mucho menos que las diferencias en las prácticas de *enforcement*(a). A su vez, el *enforcement* puede depender más de la fuerza de los incentivos para hacer valer los remedios legales, que de la disponibilidad de estos remedios en sí.

Aun esta hipótesis, sin embargo, se sobreesimplifica, ya que, una vez que uno analiza estrechamente las diferencias entre los diversos sistemas de gobierno corporativo, la asumida homogeneidad de los parejos sistemas legales del *Common Law* comienza a resquebrajarse. Otra posibilidad es que las diferencias sustantivas en la ley corporativa sean menos importantes que aquellas diferencias en el nivel de regulación que imponen las naciones en sus mercados de valores⁽⁶⁾. Bajo esta última hipótesis, el enfoque debe ser menor en el accionista minoritario, y mayor en el inversionista, generalmente. La interrogante crítica resulta ser: ¿la ley local establece adecuados estándares de divulgación de información y de transparencia de mercado, restringe el uso de información privilegiada (*insider trading*) y regula adecuadamente la toma y lucha por el control corporativo? Si es así, entonces se puede argüir que la exposición de los accionistas a injustas transacciones de manejo personal en el nivel corporativo, puede solamente tener un significado de segundo nivel. Este artículo encuentra alguna evidencia en las experiencias polaca y checa que es consistente con esta hipótesis, encontrando también evidencia que sugiere que las deficiencias en la ley corporativa checa contribuyeron al saqueo sistemático de las compañías checas por sus accionistas mayoritarios.

Aun si las protecciones de las que dependen los accionistas minoritarios todavía no han sido claramente identificadas, los datos disponibles sustentan

(3) Para el último comentario hecho por LLS & V sobre este tema, consultar LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, SHLEIFER & VISHNY. *Investor Protection and Corporate Governance* (Documento de Trabajo, Junio de 1999).

(4) No obstante que estos sistemas pueden parecer estáticos, firmas individuales pueden migrar de una a la otra, principalmente listando en una bolsa de valores de una nación con "accionariado disperso". He sugerido en algún otro lugar que tal migración y la necesidad de escala global está desestabilizando el sistema tradicional de accionariado concentrado. Ver: COFFEE, Jr., John C. *The Future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications*. En: 93 *Nw. U.L. Rev* 641, 1999.

(5) La Economía Financiera, como campo, por mucho tiempo se ha mostrado escéptica sobre la regulaciones. Como una indicación que esta actitud está cambiando, consultar, JOHNSON, Simon y SHLEIFER, Andrei. *Coase v. the Coasians: The Regulation and Development of Securities Markets in Poland and the Czech Republic*. Documento de Trabajo, setiembre de 1999.

(a) Nota del traductor: El término *enforcement*, no tiene una traducción exacta al idioma castellano. Es utilizado para hacer referencia, entre otras cosas: al marco legal de cumplimiento, al cumplimiento de la ley, a la obligatoriedad de los contratos, al cumplimiento de los acuerdos, a la ejecutabilidad, amenaza de coerción y capacidad coercitiva. A lo largo de este trabajo, se utilizará el término original para hacer referencia a cualquiera de estos significados, dependiendo del contexto en que éste se utiliza.

(6) Esta posibilidad primero fue implícitamente notada en COFFEE, supra nota 4, y ha sido avanzada de manera explícita en convincente detalle por Katharina Pistor. Ver PISTOR, Katharina. *The Law as a Determinant for Equity Market Development: The Experience of Transition Economies*. Documento de Trabajo, 1999.

fuertemente todavía, la interpretación referida a que la ley es importante, ya que, de alguna aún no bien comprendida manera, algunos sistemas legales han incentivado el accionariado disperso, mientras que otros sistemas han considerado al accionariado disperso como un fenómeno inestable y pasajero. Este nuevo énfasis sobre variables legales tiene implicancias subversivas potenciales para por lo menos algunos aspectos de la teoría neoclásica de finanzas corporativas. Mucha de la moderna literatura del análisis económico sobre gobierno corporativo, ha asumido que la regulación del mercado financiero era innecesaria y que el rol de la ley corporativa era simplemente el de ofrecer una forma modelo de contrato para los inversionistas que les permita economizar en costos de contratación. Esta conclusión de que la regulación era superflua (o peor), reposó en premisas idénticas: (i) partes sofisticadas pueden redactar contratos financieros que son mucho más detallados, sofisticados y adecuados a las circunstancias específicas que cualquiera de las reglas estandarizadas podría esperar ser⁽⁷⁾, y (ii) los empresarios tenían incentivos adecuados para minimizar los costos de agencia (en parte mediante el establecimiento de vínculos entre ellos y por otro lado limitando su discrecionalidad con la finalidad de maximizar el valor de sus acciones, al traer su nueva firma al mercado de capitales⁽⁸⁾). En resumen, debido a que los empresarios llevan el peso del costo de agencia, bajo el estándar del modelo de firma de Jensen y Meckling, tuvieron una buena razón para renunciar a cualquier discrecionalidad para expropiar la riqueza de sus inversionistas y para obligarse a sí mismos a servir fielmente a sus accionistas; de aquí que la regulación parecía innecesaria. Desde esta perspectiva, la supervivencia de la regulación podría explicarse

mejor por referencia a las teorías de opción pública sobre grupos de interés y búsqueda de ganancia⁽⁹⁾.

El argumento según el cual la contratación financiera vuelve ampliamente irrelevante a la regulación, no puede explicar, sin embargo, la estrecha correlación entre el nivel de desarrollo del mercado de capitales de un país determinado y la naturaleza de su sistema legal. **La conclusión más lógica es que la ley sí importa y que la regulación puede de alguna manera promover mejor la eficiencia económica que sólo la confianza en la contratación financiera.** Por sí mismos, la contratación privada y los incentivos voluntarios para la revelación de información no parecen capaces de producir el nivel de divulgación continua necesaria para mantener los mercados de valores activos.

Mucho más importante, los modelos económicos estándar de contratación financiera dentro de las firmas no encajan en el contexto de la privatización. Principalmente, esto se debe a que las firmas privatizadas no evolucionan en el tiempo, desde firmas pequeñas, empezando por el período usual de encubación en la etapa de capital de riesgo (*venture capital*) y avanzando a través de la oferta pública inicial (IPO), sino que son creadas, como en Minerva, mediante mandato del gobierno. El accionariado disperso es más pasajero y vulnerable en este contexto, porque no se desarrolla gradualmente a través de tiempo, sino que llega por la noche al comienzo de la existencia de una firma. De allí que los administradores no hacen contratos con accionistas o comprometen el capital reputacional que cuidadosamente han acumulado a través de años de servicio; más bien, los gerentes y los accionistas son lanzados juntos como extraños legales⁽¹⁰⁾.

Este punto tiene importantes implicancias para el debate de política que ha empezado entre los

- (7) Esencialmente, la oración en el texto es un resumen muy breve de los argumentos adelantados por Easterbrook y Fischel sobre como mucho de la regulación corporativa y de mercados de valores es innecesaria. Ver EASTERBROOK, Frank and FISCHEL, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991. Para una previa declaración sobre este punto de vista, consultar STIGLER, George. *Public Regulation of the Securities Market*. 37 J. Bus. 117, 1964.
- (8) Ver JENSEN, Michael y MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En: 3 J. Fin. Econ. p.305, 1976.
- (9) Para conocer mejor tales esfuerzos, consultar MACEY, Jonathan y MILLER, Geoffrey. *Toward An Interest Group Theory of Delaware Corporate Law*. En: 65 *Texas Law Review*. 469, 1987; ROMANO, Roberta. *The Political Economy of State of Takeover Statute*. En: 73 *Va. L. Rev* 111, 1987; MACEY, Jonathan. *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*. 15 *Cardozo Law Review* 909, 1994.
- (10) La Teoría Económica Neoclásica enfoca la firma como un "nexo contractual". Ver JENSEN y MECKLING, supra nota 8. Aunque, la privatización acorta frecuentemente el circuito de este proceso contractual creando simplemente una base de accionariado disperso. Por ello, no se alcanza un equilibrio estable. El resultado es que los accionistas tienen derechos legales menos definidos y son vulnerables a las acciones oportunistas de aquellos en el control.

académicos que han estudiado el proceso transitorio: ¿la privatización debe ser “rápida” o “lenta”⁽¹¹⁾? ¿Deben los estrategas políticos adoptar el enfoque de “lanzar los torpedos a toda velocidad”, que acepta la inevitabilidad de algún alcance por parte de los accionistas mayoritarios, pero justifica este costo como necesario para realizar y facilitar la obtención de los beneficios de la eficiencia inherentes a la privatización? O, ¿se debe proceder a la privatización más cuidadosamente debido a los riesgos de falla del mercado y corrupción política que puede resultar cuando los que buscan el control se vean tentados al soborno y seducción de los sistemas judiciales y legislativos para alcanzar el beneficio privado del control? Estos tentadores beneficios privados surgen, por supuesto, precisamente hasta el punto que la privatización precedió la creación de cimientos legales adecuados. Los casos examinados en este artículo ilustran esta tensión y lo conducen a favorecer un curso prudencial de privatización por fases, las cuales no concretan un rápido y potencialmente corrupto camino para controlar la inevitable consecuencia de crear una estructura de accionariado disperso. Este artículo pasará por cuatro etapas. La parte 1 examinará algunas de las dificultades en distinguir los sistemas del *Common Law* de los del Derecho Civil o en identificar los factores críticos que conducen a uno a superar al otro. Luego la parte 2 enfocará las experiencias checa y polaca, junto con esfuerzos anteriores más tentadores en privatización, para comprender lo que principalmente ha estado equivocado. Después, la parte 3 se centrará en las técnicas usadas recientemente para el valor de expropiación de las firmas privatizadas y sugiere que estas técnicas sí revelan algunas deficiencias en los sistemas de Derecho Civil. Finalmente, la parte 4 sugerirá reformas funcionales y prioridades, pero estas propuestas no darán énfasis primario a reglas específicas de doctrina. De hecho, la premisa de ellos será que la adopción al por mayor de las normas legales

de los Estados Unidos o el Reino Unido no es factible y podría no ser efectiva en ningún caso.

1 ¿Son homogéneos los sistemas del *Common Law*?

La nueva investigación comparativa sobre gobierno corporativo ha encontrado que algunos sistemas legales dan a los accionistas minoritarios mayor protección contra el fraude y la expropiación que otros y ha asumido que las diferencias críticas son inherentes en alto grado a la ley de estos sistemas rivales. Esto asume, sin embargo, qué es lo que se va a probar. Por ejemplo, las diferencias en las disposiciones sustantivas podrían ser mucho menos importantes que las diferencias en la práctica de *enforcement*. Pero, una vez que nos centremos en las prácticas de *enforcement*, nos enfrenta rápidamente una verdad insensible pero descuidada: los sistemas del *Common Law* podrían no ser así de parecidos. De esta manera, mientras que ha sido esta una premisa implícita de este nuevo aprendizaje que los sistemas de los Estados Unidos y el Reino Unido, como los dos sistemas líderes del *Common Law* y como las dos economías líderes caracterizadas por el accionariado disperso, son altamente similares. Esta premisa es muy discutible. Para estar seguros, ambos sistemas comparten una historia legal común. Pero detenernos en este punto, es ignorar volúmenes de historia altamente pertinentes sobre la base de los cuales sus dos senderos se han separado. Por mucho del final del Siglo XIX, la era *Robber Baron* en los Estados Unidos, los accionistas mayoritarios rebazaron y robaron a los accionistas minoritarios y acreedores en los Estados Unidos. Pícaros pintorescos -tales como Jay Gould, Jim Fisk y Daniel Drew- manipularon el mercado regularmente e inventaron la tecnología del “riego” del accionariado de los accionistas minoritarios⁽¹²⁾. Mientras tanto, estos predadores lucharon por el control de los imperios de ferrocarriles incluso contra barones más imperialistas, tales como

(11) Para ejemplos de esta nueva crítica de la privatización “rápida”, ver NELLIS, John. *Time to Rethink Privatization in Transitional Economies?* En: 36 *Finance & Development* pp.16-19. En: *International Monetary Fund*, Junio de 1999; BLACK, Bernard, KRAAKMAN, Reinier y TARASSOVA, Anna. *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?*. (Documento de Trabajo No. 178. Escuela de Leyes de Stanford, setiembre de 1999).

(12) Gould, Fisk y Drew se vieron involucrados en una famosa batalla con el Comodoro Vanderbilt por el control del *Erie Railroad*. Cuando Vanderbilt buscó adquirir el control adquiriendo las acciones de Erie en el mercado, sus tres antagonistas usaron su control sobre el directorio de Erie para deshacerse de un interminable caudal de acciones sobrevaladas. Ambos lados sobornaron jueces y legisladores estatales. Ver KLEIN, Maury. *The life of Jay Gould* p. 80-86, 1986. Cf. FRIEDMAN, Lawrence. *A history of american law*.

el Comodoro Vanderbilt, con cada lado comprando y corrompiendo jueces locales. Recientemente, mucho de esta era parece haberse repetido en Rusia y Europa Central. A lo largo de esta era del Siglo XIX, el *Common Law* probó ser una caña frágil en la cual los accionistas minoritarios no podían confiar con seguridad. En el transcurso del tiempo, la banca de inversión (de manera más notable, *The House of Morgan*) y la Bolsa de Valores de Nueva York trajeron cierta imagen de ley y orden a este ambiente del Salvaje Lejano Oeste, y las cortes y legislaturas estatales empezaron a flexibilizar los estándares legales (en especial aquellas aplicables a temas de accionariado y estándares fiduciarios). A pesar de ello, a partir de 1900, poco sugería que los accionistas en los Estados Unidos recibían mayor protección que, digamos, en Francia.

Otro aspecto de este embrollo surge si miramos al sistema legal en la Rusia contemporánea. No obstante que el ambiente legal ruso parece incluso más cercano al estado hobbesiano de naturaleza, donde el saqueo de corporaciones e instituciones financieras es un hecho muy común, la ley corporativa rusa se ha prestado ampliamente (de manera simplificada) las características principales y las protecciones de las leyes corporativas de los Estados Unidos y el Reino Unido⁽¹³⁾. Aparentemente, la expropiación puede ocurrir incluso cuando la ley “en los libros” es casi óptima. Tal vez esto no debería sorprendernos, ya que los realistas legales nos han enseñado durante la mayor parte del Siglo XX que la “ley en los libros” es a menudo diferente y menos importante que, la “ley en la práctica”.

Una respuesta probable a este acertijo de cuándo (y porqué) importa la ley puede estar en la hipótesis que lo que realmente importa no es el contenido de la ley sustantiva, sino la idoneidad de los mecanismos de *enforcement* que subyacen en ella⁽¹⁴⁾. El concepto de los mecanismos de *enforcement* requiere, sin

embargo, ser entendido en un sentido más amplio que simplemente la disponibilidad de remedios legales específicos. Por ejemplo, la característica que la era *Robber Baron* en los Estados Unidos comparte con la Rusia contemporánea, es que en ambas el gobierno central era débil y ampliamente incapaz de hacer cumplir sus órdenes en áreas remotas. Al final del Siglo XIX, el Gobierno Federal de los Estados Unidos casi no tenía la fuerza para controlar la empresa privada; ningún cuerpo centralizado (similar al SEC) tenía jurisdicción sobre la protección del inversionista, y los rivales del negocio podían establecer feudos políticos en un estado e ignoraban ampliamente las órdenes de los jueces en un estado diferente. En la Rusia contemporánea, el gobierno central en forma muy similar, parece incapaz de controlar a los administradores locales, quienes podían confiscar o extraer activos de las corporaciones que operaban en sus áreas de control efectivo⁽¹⁵⁾.

Sin embargo, si nos centramos en el *enforcement*, de inmediato queda claro que las diferencias entre los Estados Unidos y el Reino Unido probablemente son tan grandes como las que hay entre los Estados Unidos y Francia (una nación de la cual generalmente se piensa que sólo puede hacer cumplir sus leyes de protección al inversionista débilmente). En los Estados Unidos, acciones de clase y acciones derivativas son permitidas, y los abogados de los demandantes pueden cargar honorarios eventuales, los cuales son usualmente otorgados por la corte en base a un porcentaje de la recuperación que obtiene el abogado por la clase. Bajo el estándar de la “Regla Americana,” cada lado lleva sus propios honorarios legales (lo cual significa que el abogado del demandante enfrenta solo la pérdida de tiempo y gastos invertidos en la acción si ésta no tiene éxito y no es generalmente responsable por los gastos legales del ganador)⁽¹⁶⁾. En el Reino Unido se

(13) La Ley Societaria rusa ha tomado prestada las fuentes de los Estados Unidos y el Reino Unido y, en su versión actual, fue fuertemente influenciada por un modelo desarrollado por dos profesores de leyes norteamericanos. Ver BLACK, Bernard y KRAAKMAN. Reinier. *A Self-Enforcing Model of Company law*. En: 109 *Harv. L. Rev.* p.1911, 1996.

(14) Ya existe algún soporte empírico para este modesto reemplazo de la tesis de LLS & V. Ver infra notas 83-86.

(15) Por ejemplo, los accionistas extranjeros (y básicamente institucionales) de la *Far Eastern Shipping Company*, la compañía naviera más grande de Rusia, han protestado porque el gobernador provincial de Vladivostok objetó su gran dimensión de propiedad en el accionariado (42%) de *Far Eastern* y exigió que le entreguen el 7% de sus acciones. De otra manera, el presuntamente amenazó reducir sus votos mediante decreto provincial. Ver BANERJEE. *Shareholders Charge Extortion in Russian Far East*. En: *New York Times*, 16 de Junio de 1999. p.c-3. Para una discusión de otras instancias en las que los barones regionales y grupos políticos locales han arrebatado el valor de los inversionistas extranjeros en la firmas rusas privatizadas, ver FOX, Merritt y HELLER, Michael. *Lessons From Fiascos In Russian Corporate Governance*. (Documento de Trabajo Septiembre de 1999).

(16) Ver, *Alyeska Pipeline Serv. Co. v. Wilderness Soc’y*, 421 U.S. 240, 247 (1975) (“En los Estados Unidos, el litigante ganador, ordinariamente no tiene derecho a cobrar del perdedor un honorario razonable por abogado”).

da exactamente lo contrario. Las acciones de clase y honorarios por contingencia no son autorizados y el lado perdedor normalmente debe compensar por sus gastos al lado ganador. Cuando el demandante individual demanda a la gran corporación, esta última probablemente incurrirá en los honorarios legales más grandes, y esta desproporción puede hacer que la posibilidad de trasladar los honorarios a la otra parte, bajo la regla inglesa devenga en un elemento prohibitivo para iniciar litigios. Como resultado de esto, mientras que en los Estados Unidos ha evolucionado un sistema altamente empresarial de ejecución privada que supera largamente los problemas de acción colectiva que disuaden a los inversionistas individuales de interponer demandas⁽¹⁷⁾, nada comparable existe en el Reino Unido.

Otro notable contraste involucra el nivel de activismo judicial en los dos países. Para que los sistemas del *Common Law* tengan un comportamiento similar, lógicamente parecería necesario que ellos otorguen un rol similar al juez. Pero no es claro que lo hagan. A pesar de que los Estados Unidos y el Reino Unido comparten la tradición del *Common Law*, los jueces en estos dos sistemas parecen tener un comportamiento bastante diferente. Los estudiosos de derecho comparado clasifican a las cortes de los Estados Unidos cerca al tope de la escala en términos de “atrevimiento judicial” -o sea, la disposición de los jueces de crear nuevas normas legales a falta de legislación - pero colocan al Reino Unido cerca al fondo de la misma escala⁽¹⁸⁾. En resumen, cuanto más aprecia uno las supuestamente obvias diferencias entre los países del *Common Law* y del Derecho Civil, tales diferencias se tornan menos notorias. Por otro lado, el Reino Unido tiene otras instituciones -principalmente, el Panel de Tomas de Control (*Takeover Panel*)- que parecen ser altamente efectivas y que no tienen paralelo

real alguno en los Estados Unidos. En general las tácticas defensivas ante la toma del control son mucho más restringidas en el Reino Unido que en los Estados Unidos. Finalmente, dado el carácter más concentrado de la comunidad financiera británica (en términos de propiedad institucional y ubicación física en la ciudad de Londres), los efectos de reputación podrían importar más en el Reino Unido que en los Estados Unidos. Estas diferencias pueden ser importantes, pero tienen muy poco que hacer con la línea entre el *Common Law* y el Derecho Civil.

El punto aquí no es comparar los mecanismos de *enforcement* de los Estados Unidos y en el Reino Unido, sino solamente señalar que pueden ser muy diferentes. Esto implica, a su vez, un problema conceptual con la nueva investigación académica que contrasta amplia y audazmente los países de la tradición del *Common Law* con aquéllos de la tradición del Derecho Civil. A pesar de que las diferencias reales son claramente observables en términos de concentración del accionariado, profundidad de los mercados y valor del control, la presumida homogeneidad legal ya sea de los países del *Common Law* o los del Derecho Civil, puede ser más una ilusión que una realidad. Por ejemplo, muchas de esas normas legales sustantivas que los Estados Unidos y el Reino Unido tienen en común puede tener solamente un significado trivial (o pueden tener importancia en un sistema legal y no en el otro)⁽¹⁹⁾. Así, para volver a una distinción que hice en un trabajo anterior, la convergencia formal legal puede ser menos importante que la convergencia funcional⁽²⁰⁾. No obstante que los Estados Unidos y el Reino Unido (y otros países del *Common Law*) tienen sistemas legales similares que comparten un origen común, su historia común puede ser menos importante que el hecho que ellos han desarrollado mecanismos bastante diferentes para

(17) Con esto no se dice que en los Estados Unidos el sistema es óptimo. Las acciones de clase podrían en principio resultar en un elemento sobredisuasivo; a la inversa, la disponibilidad de un seguro de responsabilidad podría neutralizar la amenaza. Pero por lo menos uno puede entender porque tales remedios legales podrían crear un elemento socialmente disuasivo.

(18) Para una encuesta de Derecho Comparado en la que investigadores ranquearon a las cortes de Estados Unidos en segundo lugar en “atrevimiento judicial” (después de Israel) y a las del Reino Unido en el tercer lugar de las últimas (entre catorce países industrializados), ver COOTER Robert y GINSBURG Tom. *Comparative Judicial Discretion: an Empirical Test of Economic Models*. En: 16 *Int'l Rev. L. & Econ.* 295, 1996. Los profesores Cooter y Ginsburg sugieren que las diferencias en estructura política y el rol de los partidos políticos dominantes explican mejor esas diferencias nacionales.

(19) Los derechos de suscripción preferente, por ejemplo, juegan un papel importante en restringir a las administraciones en el Reino Unido, pero casi ninguno en los Estados Unidos. Ver: BLACK, Bernard y COFFEE, John. *Hail Britannia: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*. 92 *Mich. L. Rev.* 1994. p.1997.

(20) Ver COFFEE, supra nota 4. p.679-80.

enfrentar los mismos problemas de costos de agencia que al final obtienen resultados funcionalmente similares. Por ejemplo, la emisión de un estado financiero materialmente falso, puede causar una caída significativa en los precios del accionariado de la compañía al ser descubierto en ambas naciones. En los Estados Unidos, puede derivarse en una acción de clase; en el Reino Unido, los inversionistas institucionales pueden protestar ante el Directorio y exigir una acción correctiva. Sin embargo, en ambos países, los miembros de la plana *senior* responsable de la administración, pueden perder sus trabajos en el mismo período. De manera similar, en ambos países, el gerente general cuyos precios de la acción y ganancias, estén por debajo del rendimiento de los promedios de la industria durante un número determinado de trimestres sucesivos, probablemente se encontrará a sí mismo fuera de la oficina -aunque el mecanismo de su remoción (una *board coup d'état* o toma hostil de control) puede diferenciarse entre los dos países⁽²¹⁾.

En resumen, el peligro de entender que el sistema legal es uno equivalente es que puede confundir mecanismos funcionales bastante diferentes, que en realidad tienen más responsabilidad por la similar estructura del accionariado y características de mercado de dos economías. Asimismo, la reciente investigación comparada en gobierno corporativo se ha centrado grandemente en el nivel de la firma, examinando características específicas de la Ley Corporativa y la Ley de Quiebras que fueron pensadas para generar niveles más altos de protección al inversionista en los sistemas legales del *Common Law*. Aunque importante, este enfoque desatiende la importancia de los mercados de valores en sí. La particularidad que claramente comparten los Estados Unidos y el Reino Unido son sus fuertes mercados de valores, con altos niveles de revelación de información

y estándares de transparencia. En vez de atribuir la fortaleza de estos mercados a la presunta equivalencia del derecho corporativo de los Estados Unidos y del Reino Unido, tendría más sentido observar a la incluso más clara equivalencia de las leyes de los mercados de valores de ambos⁽²²⁾. Su similar listado de revelación de información y estándares de gobierno corporativo, pueden ser más importantes en la producción de convergencia funcional (al menos en las compañías más grandes) que los remedios legales disponibles para los accionistas individuales. No obstante, los indicadores usados por La Porta y otros⁽²³⁾ en sus provocativas comparaciones de los sistemas del *Common Law* y del Derecho Civil se han enfocado principalmente en el nivel corporativo y han ignorado las diferencias en la regulación de los mercados de valores⁽²⁴⁾. Estas diferencias entre las naciones no solamente han sido sustantivas, sino igualmente importantes, siendo que la convergencia internacional está ahora procediendo más rápidamente en el nivel de los mercados de valores que en el nivel corporativo⁽²⁵⁾. De hecho, la convergencia funcional entre los mercados de valores parece más asequible que la formal convergencia legal en el nivel del derecho corporativo, tanto porque las grandes firmas pueden migrar entre mercados y porque los mercados de valores, por sí mismos, enfrentan las presiones globales de competencia que pueden conducirlos a cambiar y adaptarse, aún cuando sus gobiernos nacionales se resistan al cambio.

Estudio recientes sobre gobierno corporativo se han centrado claramente en la reforma. En especial, los estudios comparativos recientes parecen haber venido como una progresión natural de los esfuerzos (y frustraciones) anteriores de muchos de estos mismos académicos, al tratar de ejecutar sistemas viables de gobierno corporativo en economías en transición que justo estaban emergiendo de sus capullos socialistas.

(21) Efectivamente, esto es lo que varios estudios empíricos muestran sobre las prácticas alrededor de las naciones líderes industrializadas. Ver KAPLAN, Steven. *Top Executive Rewards and Firm Performance: a Comparison of Japan and the U.S.* En: 102 J. Pol. Econ., 1994. p.510; KAPLAN, Steven. *Top Executive Turnover and Firm Performance in Germany*. 10 J.L. Econ & Org., 1994. p.142.

(22) Vale la pena notar, por ejemplo, que el *Securities Exchange Act* de 1933 fue modelada después de la más temprana Acta Inglesa de Compañías de 1900, la que irónicamente, fue en sí, hecha para revertir la tolerancia al fraude del *Common Law*. Para una discusión de las diferentes filosofías que subyacen en el *Securities Exchange Act* de 1933 y el triunfo eventual de la filosofía de la revelación de información sobre una filosofía regulatoria, consultar SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. 1982. pp.39-42.

(23) Ver La Porta, López de Silanes y Shleifer, supra nota 2.

(24) Este punto ha sido anteriormente destacado por Pistor. Ver PISTOR, supra nota 6.

(25) Ver COFFEE, supra nota 4. pp.663-676.

Aquella experiencia mostró rápidamente dos fuertes tendencias: la primera, los mercados de valores son frágiles y podrían colapsar, y, la segunda, la expropiación realizada por administradores y accionistas mayoritarios podría (y así fue) darse masivamente. La respuesta de algunos estudiosos a esta experiencia ha estado en una amplia convocatoria de reforma legislativa, para implementar las características principales de los sistemas del *Common Law*. Tal reforma puede ser deseable, pero las convocatorias para la reforma legislativa o cambio legal formal, a menudo no son atendidas. En el mundo de pasos dependientes, simplemente podría ser políticamente imposible llegar de aquí a allá, incluso cuando es claro para la mayoría que tal transición sería eficiente (en el sentido de *Kaldor-Hicks*) y produciría un crecimiento económico significativo.

la ley sí importa y la regulación
puede de alguna manera promover
mejor la eficiencia económica que
sólo la confianza en la
contratación financiera

2 Falacias y desaciertos: una breve historia de privatización en masa.

En 1995, la Bolsa de Valores de Praga tuvo 1,716 listados⁽²⁶⁾. Bendecida con una inflación relativamente baja y casi empleo total, su posición macroeconómica fuerte lo hizo parecer como el país de la Europa Central u Oriental con mayor probabilidad para realizar una

transición suave a una economía orientada al mercado. No obstante, a comienzos de 1999, la cantidad de listados en la Bolsa de Valores de Praga había caído en más del 80% a 301, y otros observadores estimaron que menos de una docena de éstos no disfrutaron ninguna liquidez⁽²⁷⁾. Paralelamente, durante el mismo período, el valor de una inversión en el índice de los 50 primeras acciones en la Bolsa de Valores de Praga cayó en más del 60%⁽²⁸⁾. Las operaciones fueron desapareciendo, y la viabilidad de la Bolsa de Valores de Praga se vió amenazada. Donde habían existido 1,486 agentes de intermediación en 1997, habían solamente 358 a mediados de 1999⁽²⁹⁾.

¿Qué sucedió? La falacia fundamental en la privatización checa, fue que el mercado de valores se desarrollaría de manera espontánea, simplemente porque la privatización crearía una estructura de propiedad inicialmente dispersa. Mediante la amplia distribución del accionariado y de los valores en compañías privatizadas a un amplio segmento de la población adulta checa, los estrategas checos esperaban que un mercado secundario activo se desarrollaría naturalmente. La actitud militante de *laissez-faire* del gobierno checo inicial, lo hizo también altamente resistente a cualquier regulación de este mercado.

En realidad, para un período inicial de alto optimismo, que se mantuvo durante 1995, los precios de las acciones sí subieron. Pero entonces, luego de una serie de escándalos, la burbuja checa empezó a reventar. Primero, los inversionistas extranjeros comenzaron a huir del mercado checo. La inversión extranjera directa y de portafolio cayó de \$103 millones en 1995 a \$57 millones en 1996 y luego se tornó negativa en 1997⁽³⁰⁾. Para 1998, la economía checa entró en una recesión general⁽³¹⁾. Como resultado de esto, se fue acelerando el momento para reformar el mercado de valores checo, y en 1998 se adoptó una

(26) Ver GREEN, Peter S. *Prague Exchange's Failed Reform Efforts Leaves Some Predicting Its Demise*. En: *International Herald Tribune*, 17 de marzo de 1999. p.16.G

(27) Ibid. Se debe reconocer que la propia Bolsa de Valores de Praga (PSE), deslistó muchas de estas compañías e impuso estándares de listado más altos durante este período, como parte de su lucha por sobrevivir. En el comienzo de la privatización checa, no había estándares de listado reales, y la vasta mayoría de compañías privatizadas cotizaban en bolsa. A pesar de eso, la decisión de deslistar estos valores no fue realmente voluntaria. Su continuo intercambio en la Bolsa de Valores de Praga, probablemente, hubiera dejado ese mercado sin ninguna credibilidad.

(28) Ibid. Específicamente, el índice PX-50 cayó de 1.000 a 371.

(29) Ibid.

(30) Ver: Ministerio Checo de Finanzas. *Current Aspects of the Czech Capital Market* (Reporte interno del año 1997).

(31) El Producto Bruto Interno checo se contrajo por más del 2.5 % en 1998 (mientras que países vecinos experimentaron un crecimiento anual de 4 al 5 %). Ver NELLIS, John. *Time to rethink Privatization in Transitional Economies*. En: *Finance & Development* No.36. Fondo Monetario Internacional, Junio de 1999. pp. 16-19.

reforma legislativa que estableció una Comisión de Valores y Bolsa checa y limitó algunos de los más escandalosos abusos.

Detrás de esta masiva desinversión en el mercado checo yace una penetrante pérdida de confianza en el inversionista, como pequeños y dispersos accionistas que fueron testigos del saqueo generalizado de los fondos de inversión checos y la explotación sistemática de los restantes accionistas minoritarios en las firmas checas, una vez que cualquier facción adquiría una posición de control. En consecuencia, los pequeños accionistas sistemáticamente se desprendieron de sus acciones y movieron sus ahorros a otras formas de inversión. En los inicios de la privatización masiva en la República Checa, más de 7 millones de ciudadanos checos compraron acciones impulsados por la privatización *voucher*(b), pero hacia 1999, la cantidad de accionistas checos había caído a “escasamente cinco millones⁽³²⁾”.

Si la experiencia checa, entonces, parece el paradigma de un fracaso de mercado causado por falta de adecuación en el sistema legal, sigue siendo importante identificar qué estuvo mal exactamente. Después de un período inicial de optimismo, los inversionistas perdieron claramente la confianza en el mercado checo, causando su aguda declinación, a pesar que las condiciones macroeconómicas subyacentes se mantenían relativamente estables en términos regionales. Mas aún, el aparente fracaso checo contrasta nítidamente con la experiencia de su vecina, Polonia, donde el proceso de privatización fue más lento y donde se establecieron estándares de divulgación de información y de gobierno como precondiciones. Esta sección, por lo tanto se moverá desde una revisión breve de esta experiencia aparentemente natural a una evaluación más detallada de lo que diferencia a estos dos esfuerzos y, luego, a una visión más amplia de otros programas de privatización.

2.1 Polonia versus la República Checa : enfoques divergentes a la privatización.

En términos geopolíticos, Polonia y la República Checa tienen mucho en común, como similares países centro-europeos con una común cultura eslávica y una común experiencia histórica, como ex-miembros del bloque soviético. Pero sus enfoques de privatización no podían haber sido más divergentes. La República Checa se precipitó en la privatización en los inicios de 1990, con controles regulatorios que se desarrollaron en una base *ex-post*, en respuesta a una serie de crisis y escándalos⁽³³⁾. Decididos a trasladar activos al sector privado tan rápido como fuera posible, las autoridades checas privatizaron cerca de 1,491 compañías en la primera ola de privatización checa y otras 861 en la segunda⁽³⁴⁾, incrementando a partir de allí la cuota del sector privado del Producto Bruto Interno checo, de 12% en 1990 a 74% para 1996. Siendo justos, este fue un logro logístico considerable. En contraste, Polonia se movió mucho más lenta y equivocadamente, privatizando solamente 500 firmas y sólo de conformidad con un procedimiento que había creado un fondo estatal de inversión, en calidad de accionista mayoritario de cada firma privatizada. En vez de asumir que un mercado secundario se desarrollaría espontáneamente, Polonia diseñó los fondos de inversión como un mecanismo para solucionar la incapacidad percibida del accionista individual en un programa de privatización en masa. Para asegurar que estos fondos de inversión estatales controlarían las firmas privatizadas, Polonia no permitió la creación de fondos privados de inversión, (que habían saltado durante la noche en la República Checa) ni permitió inicialmente que los ciudadanos invirtieran en el accionariado de las firmas recientemente privatizadas. En vez de esto, la Ley polaca ordenó que los ciudadanos pudieran invertir sus

(b) Nota del traductor: La privatización *voucher* es aquella en que el Estado pretende que su participación en las empresas estatales, se transfiera a manos de un gran número de accionistas -en este caso, los ciudadanos checos-; es decir, aquella en que se busca que la empresa a ser privatizada tenga un régimen de propiedad privada con accionariado disperso.

(32) Ver GREEN, supra nota 26.

(33) He discutido las contrastantes experiencias de estas dos naciones con mayor alcance en otros trabajos. Consultar COFFEE Jr, John C. *Inventing a Corporate Monitor for Transitional Economies*. En: HOPT, KANDA, ROE., WYMEERSCH y PRIGGE. *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and Emerging Research*. 1998.

(34) Consultar ESTRIN, Saul, NUTI, Domenico y UVALIC, Mulica. *The Impact of Privatization Funds on Corporate Governance in Mass Privatization Schemes: The Czech Republic, Poland and Slovenia*. En: SIMONETI, Marko, ESTRIN, Saul, BOHM Andreja (compiladores). *The governance of privatization funds: experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*. 1999. pp.137-142.

vouchers solamente en intermediarios financieros creados por el estado, conocidos como Fondos Nacionales de Inversión (*National Investment Funds* o NIFs), que iban a servir como los accionistas controladores de las firmas a ser privatizadas⁽³⁵⁾. Al principio, solamente quince NIFs fueron autorizados, cada uno con una asignación de control de 33 1/3% del accionariado de las 500 firmas privatizadas. El balance del accionariado en cada firma fue sostenido por otros NIFs y por el Estado. Luego, cada NIF contrató una compañía de administración para asesorar la reestructuración de esas compañías en las que el NIF mantuvo control; de hecho, una cantidad de bancos de inversión del Oeste fueron contratados para desempeñar esta función, algunas veces en preferencia a los bancos comerciales polacos.

En síntesis, entendiendo la permanencia de la propiedad estatal como el peligro mayor, las autoridades checas se apresuraron a entrar en la privatización y prestaron una atención relativamente pequeña a los problemas de regulación, en tanto que en Polonia los estrategas estatales tomaron la vista opuesta de los peligros relativos, y por lo tanto, se movieron lenta y cuidadosamente para implementar un programa de privatización limitada que sustituya efectivamente los monitoreos creados por el Estado (en los cuales los ciudadanos pudieran invertir) por un directo accionariado estatal.

Algunos resultados de estos dos muy diferentes enfoques fueron fácilmente predecibles: la República Checa desarrolló rápidamente un mercado activo de valores, mientras que el mercado Polaco se desarrolló vacilantemente con un intercambio muy escaso (que realmente declinó entre 1994 y 1996)⁽³⁶⁾. En la República Checa, los fondos privados de inversión aparecieron como un desarrollo espontáneo no planificado, con más de 600 fondos formados durante

las dos olas de privatización checa. Necesariamente, estos fondos sólo podían ser regulados bajo un modelo “luego del hecho”. En contraste, en Polonia la privatización se demoró en forma repetida por las luchas políticas sobre una variedad de temas, incluyendo la selección de las compañías de administración que se harían cargo de los NIFs.

Ambos sistemas encontraron serios problemas, de caracteres muy diferentes. Tres problemas diferentes comprometieron la privatización checa, y cada una era en el fondo atribuible a fallas legales. El primero, y más notorio, fue la casi total falta de transparencia en el mercado de valores checo. Debido a que el comercio no estaba centralizado y comerciar fuera de la Bolsa de Valores de Praga no requería un informe actual de precios, solamente se reportaban los precios de aquellas transacciones que los participantes en el intercambio deseaban revelar (y transadas de esta manera en Bolsa). En efecto, parece que la mayoría de las transacciones de intercambio ocurrieron fuera de la Bolsa de Valores de Praga⁽³⁷⁾, con una minoría de transacciones que se realizaron en Bolsa, siendo ampliamente difundido que habían sido hechas a precios inflados. En efecto, los precios actuales de los valores fueron revelados sólo cuando los negociantes quisieron fijar un precio -ya sea para influenciar al portafolio occidental de inversionistas o para inflar el valor de los fondos de privatización-. Por esta y otras razones, incluida la ausencia de cualquier autoridad equivalente a la SEC americana durante este período con el poder para regular el intercambio o requerir una actualizada revelación de precios, rápidamente los inversionistas extranjeros se volvieron escépticos respecto a si los precios informados en la Bolsa de Valores de Praga reflejaban valores reales. Más aun, en este nada transparente mundo, floreció la información predecible, ya que era más rentable que en un mercado eficiente⁽³⁸⁾.

(35) Para obtener una descripción detallada del NIF que esencialmente parecía un fondo mutuo cerrado y fueron creados por el Ministerio del Tesoro del Estado polaco para sostener participaciones de control en firmas privatizadas, ver LEWANDOWSKI, Jannsa y SZYSZKO, Roman. *The Governance of Privatization Funds in Poland*. En: SIMONETTI y otros. *Supra* nota 34.

(36) Ver THIEL, Eva. *The Development of Securities Markets in Transitional Economies: Policy Issues and Country Experiences*. En: 70 *Financial Market Trends*, Junio de 1998. p.111 (disponible en: LEXIS/NEXIS, news library, files curwns).

(37) De acuerdo a Thiel, sólo el 3% de las operaciones comerciales se ejecutaron en la Bolsa de Valores de Praga. Ver THIEL, *supra* nota 36. En parte, esto se podía atribuir a la existencia de un sistema alternativo, similar al NASDAQ, que también revelaba precios de forma actualizada. No obstante, los fondos de inversión pudieron comerciar de manera directa fuera de bolsa y usar el medio bursátil sólo para transacciones con precios inflados.

(38) Los mercados emergentes en general parecen tener características muy diferentes de mercados maduros eficientes. En especial, las acciones en estos mercados emergentes exhiben un “momento” fuerte, lo que significa que el rendimiento de un período tiende a predecir el del siguiente; asimismo, las acciones *beta* altas no superan las acciones *beta* bajas. Consultar ROUWENHORST, K. Geert. *Local return factors and turnover in emerging markets*. En: 54 *J. Fin.*, 1999. p.1439.

Un segundo problema levantó rápidamente esos esfuerzos comprometidos de reestructuración. Durante el curso de las dos olas checas de privatización, se crearon cerca de 600 fondos de inversión y compitieron vigorosamente para convencer a los inversionistas individuales de convertir sus *vouchers* de privatización en acciones. Potencialmente, tales vehículos podían haberse convertido en instrumentos de monitoreo corporativo efectivos porque adquirieron grandes participaciones en las corporaciones checas, con lo cual solucionaron potencialmente el problema de acción colectiva que implicaba necesariamente el accionariado disperso resultante de la privatización. Sin embargo, los grandes fondos de inversión fueron establecidos por los principales bancos comerciales checos y de ahorros, y éstos tenían obvias ventajas reputacionales para convencer a los ciudadanos checos para depositar sus *vouchers* de privatización en sus instituciones⁽³⁹⁾. Como sólo poseían participaciones pequeñas en sus propios fondos de inversión, los bancos tenían pocos incentivos para asumir actividades costosas de reestructuración. Más bien, muchos buscaron usar la influencia de sus fondos de inversión sobre sus compañías de portafolio para asegurar clientes de banca para ellos mismos. En vez de concentrar sus acciones (y de esta manera aumentar sus influencias), la mayoría de fondos administrados por la banca diversificó sus posesiones con la finalidad de mantener acciones en cuantas firmas les fuera posible - en parte para solicitar clientes de banca para sus compañías principales⁽⁴⁰⁾. Asimismo, para proteger a sus bancos principales de potenciales tomas hostiles de control, los bancos corredores de fondos invirtieron fuertemente en las acciones comunes de su banca principal (o en el accionariado de otros bancos). Una incestuosa trama de propiedad cruzada se desarrolló rápidamente para aislar a los principales bancos de

tomas hostiles del control corporativo. Finalmente, la mayoría de fondos de privatización (tanto los fondos vinculados a los bancos, como los no vinculados a éstos) encontraron que era más rentable concentrarse en el intercambio que en la reestructuración de compañías de portafolio a menudo ineficientes. La combinación de un mercado no transparente y su privilegiada posición como *insiders* hicieron rentables esas actividades, pero constantemente llenaban los medios con noticias sobre escándalos de operaciones de *insider trading*.

Si los fondos bancarios eran pasivos, los no bancarios eran mucho peores. Un subsecuente estudio del Ministerio de Finanzas checo determinó una correlación negativa entre el rendimiento de una firma privatizada y el porcentaje de sus acciones en poder de los fondos de inversión no bancarios⁽⁴¹⁾. En la primera oleada de privatización checa, el tres por ciento de los fondos se volvieron insolventes y fueron colocados bajo una "administración forzoza"⁽⁴²⁾, pero, en la segunda oleada, la tasa de insolvencia se aceleró, y alrededor de diez fondos que sumaban más del 21% de la capitalización del mercado en esa ola fueron colocados en "administration forzoza"⁽⁴³⁾. La causa común parece no haber sido endeudamiento excesivo o fallas de inversión, sino el *tunneling out* -el fraudulento saqueo de activos-.

La facilidad con que los fondos podían ser saqueados es mostrada por la similar facilidad con la que ellos podían evadir las normas. No obstante que la Ley checa sí regulaba la operación de fondos de inversión, no restringía la habilidad de un fondo de inversión para elegir retirarse y tornarse en una *holding* no regulada. Sintomático de la terquedad literal del Derecho Civil, la diferencia entre una compañía de inversión y una *holding* bajo la Ley checa era formal, no funcional. Simplemente con renunciar a la licencia

(39) De los trece fondos de inversión más grandes en la primera oleada de privatización checa, once fueron creados por instituciones financieras. Ver ESTRIN, Saul, NUTI, Domenico y UVALIC, Mulica. *The Impact of Privatization Funds On Corporate Governance in Mass Privatization Schemes*. En: SIMONETI, ESTRIN y BOHM, supra nota 34, 137 p.151. Esto probablemente era predecible porque los ciudadanos ya estaban familiarizados con los ahorros locales y la banca comercial o postal que patrocinaban estos fondos.

(40) Otras motivaciones pueden explicar este fracaso de concentrar valores (que continuaron siendo intercambiadas en el mercado secundario como en las subastas de privatización originales). Por ejemplo, en los mercados no transparentes, el comerciar con acciones de las firmas recién privatizadas puede ser altamente rentable para agentes bien informados con sitios en los directorios de sus compañías de portafolio.

(41) Ver Ministerio Checo de Finanzas, supra nota 30.

(42) Consultar KOTERBA, Jozef, KOCENDA, Evzen y HANOUEK, Jan. En: *The Governance of Privatization Funds in the Czech Republic*. En: SIMONETI y otros. Op.cit. p.7. pp.29-30.

(43) Ibid.

propia para operar como una compañía de inversión, un fondo de inversión podía escapar virtualmente de toda regulación. Debido a que la propiedad de acciones de las compañías de inversión era extremadamente dispersa, un pequeño grupo de control, que tenía sólo un diez por ciento del accionariado con derecho a voto de un fondo de inversión, podía dominar usualmente una junta de accionistas y pasar una resolución para convertir el fondo en una compañía *holding*. Una vez no regulada, todas las formas de auto negociación fueron efectivamente posibles y la entidad podría reincorporarse fuera de la República Checa (como lo hicieron algunas).

El alcance de tales conversiones parece extraordinario. En términos de reparto de mercado, el 28% de los fondos de inversión en privatización durante la primera ola de privatización checa y el 21% de los fondos durante la segunda ola, fueron convertidos a empresas compañía *holding* no reguladas⁽⁴⁴⁾. A pesar de que esto podría hacer parecer que el rango de conversión estuviera declinando, se debe recordar que un 21% adicional de los fondos fueron puestos bajo “administración forzoza” por las autoridades checas⁽⁴⁵⁾. Por tanto, casi la mitad de los fondos de la segunda ola de la privatización checa fracasaron o evitaron las normas, convirtiéndose en entidades no reguladas. No obstante que los principales fondos de inversión operados por bancos, en general se mantuvieron aparte de esta carrera de conversión, sus motivos, en tanto no fraudulentos, fueron más bien usados como un vehículo mediante el cual se beneficiaron los clientes de los bancos y otros.

El eventual resultado de estos repetidos escándalos fue que la administración de fondos de inversión se convirtió en un contencioso tema político en la República Checa y colaboró en la caída del gobierno de Vaclav Klaus (quien, en general, se había opuesto a la regulación del mercado) y en la

promulgación de la reforma de la legislación de valores en 1998. Pero, para entonces, la confianza pública en el mercado de valores se había desgastado tremendamente⁽⁴⁶⁾.

La experiencia polaca en muchos aspectos fue el reverso de la checa. La privatización demoró y demoró nuevamente, a medida que se redactaban las reglas de revelación de información y los estándares fiduciarios para los directores. A los ciudadanos polacos se les dió solamente una opción: en qué NIF (de los 15 creados originalmente) invertir, ya que inversión directa en cualquier firma de portafolio o fondos de inversión privada no eran permitidos al comienzo. La compra de valores se centralizó en la Bolsa de Valores de Varsovia, y la transparencia en los precios nunca parece haber sido un problema serio. Los estándares de revelación de información alcanzaron también marcas altas desde el punto de vista de la mayoría de observadores, y el *EBRD Transition Report* ranqueaba a Polonia y Hungría como los dos países de Europa Central que se había acercado más a los estándares IOSCO (*International Organization of Securities Comissions*)⁽⁴⁷⁾.

No obstante, mientras que las autoridades polacas planearon un programa de reformas y privatización integrado cuidadosamente, su éxito en el verdadero desarrollo de su mercado de valores decididamente presenta una interrogante más cercana. Los defensores de la privatización “rápida” podrían resaltar el hecho de que, allá por 1998, sólo unas 253 compañías estaban incluidas en la Bolsa de Valores de Varsovia⁽⁴⁸⁾ (muchas menos que el número de la considerablemente más pequeña República Checa). Sin duda, el programa polaco de privatización masiva se limitó a 500 empresas, que representaron solo el 10% de su Producto Bruto Interno⁽⁴⁹⁾. De manera parecida, el punto de si los intermediarios financieros polacos creados por el Estado (los NIFs) han funcionado como

(44) Ibid. Supra nota 34. p.30.

(45) Ibid.

(46) Para una evaluación similar que enfatiza la “muy visible explotación de las oportunidades para la creación de riqueza mediante la colusión y la especulación”, ver THEIL, supra nota 36.

(47) Consultar el *European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report*, Noviembre de 1998 (disponible en LEXIS/NEXIS, news library, curwns file). El *EBRD Transition Report* evalúa el progreso de las economías en transición hacia un sistema de libre mercado en una variedad de áreas diferentes (por ejemplo: reformas en banca, insolvencias y mercados de valores) usando un índice de medición común. En 1998, otorgó a Polonia una tasa de 3+ (y a la República Checa una tasa de 3) por su esfuerzos en las reformas del mercado de valores.

(48) Ver PAP NEWS SERVICE. *Securities Commission Head Displeased with 1998*. Diciembre de 1998 (disponible en LEXIS/NEXIS, news library, curwns file).

monitores efectivos sigue siendo debatible, no obstante que algunos estudiosos creen que por lo menos han sido más activos que los fondos de inversión checos en un esfuerzo por incentivar la reestructuración eficiente⁽⁵⁰⁾.

Por otro lado, la evidencia más impresionante a favor del enfoque polaco ha sido la habilidad de su mercado de valores para promover las ofertas en efectivo por valores representativos de capital. Entre 1991 y 1998, ninguna compañía checa vendió títulos representativos de capital por efectivo como parte de su programa de privatización; por el contrario, cerca de cincuenta compañías polacas sí lo hicieron⁽⁵¹⁾. Durante el mismo período, ninguna compañía checa efectuó una oferta pública inicial en la Bolsa de Valores de Praga, mientras que 136 compañías polacas lo hicieron en la Bolsa de Valores de Varsovia⁽⁵²⁾. En resumen, sólo el sistema polaco desarrolló su intercambio de valores de manera intencional de modo que pudiera realizar el rol clásico de servir como motor para el crecimiento de la economía.

Otro contraste fuerte entre las experiencias checa y polaca involucra el comportamiento del mercado durante las condiciones de adversidad: cuando la crisis financiera asiática golpeó en 1998, Polonia tuvo una experiencia relativamente apacible. Entre fines de 1996 y agosto de 1998, el índice del valores polaco cayó sólo en un 13.1%⁽⁵³⁾, mientras que el mercado checo ya había colapsado parcialmente y su

caída fue mayor⁽⁵⁴⁾. Hasta fines de 1998, los NIFs que habían listado en la Bolsa de Valores de Varsovia parecían haber estado comerciando al valor o muy cerca al valor neto de sus activos, en tanto que los fondos checos durante este período a menudo intercambiaban a descuentos no razonables de 20% a 70% fuera del valor neto de sus activos⁽⁵⁵⁾.

Otra medida del éxito de un mercado de valores es el número y porcentaje de firmas listadas en el mismo que migran a mercados de valores foráneos. Tales listados duales pueden implicar que las firmas listadas no pueden obtener financiamiento del público en la bolsa de su país; alternativamente, puede ser un mecanismo de vinculación mediante el cual una firma se compromete verazmente a cumplir con los estándares de revelación de información y de gobierno corporativo que no son ejecutados (o no pueden ser ejecutados) en su país natal⁽⁵⁶⁾. En cualquier caso, las compañías de Europa Central recientemente han migrado a las bolsas de valores alemanas (más notoriamente la Bolsa de Valores de Berlín). A partir de los inicios de 1999, un estudio ha encontrado que 117 compañías de Europa Oriental fueron listados en la Bolsa de Valores de Berlín, de las cuales 24 fueron de la República Checa, pero solamente 13 de Polonia, que es considerablemente más grande⁽⁵⁷⁾. Antes del inicio de la crisis financiera rusa a fines de 1998, el 2% de las compañías listadas en Polonia cotizaban en los mercados de valores alemanes, mientras que la

(49) Ver SIMONETTI, Mario y otros. Op.cit.; p.5. Ver también *EBRD Transition Report*, supra nota 44. En 1997, las IPOs polacas emitieron valores con un valor equivalente al 1% del Producto Bruto Nacional. Ibid.

(50) Estos estudiosos han sostenido que solamente en Polonia los NIFs adquirieron participaciones suficientemente grandes para intentar tener una administración y reestructuración activas. Ver SIMONETTI, Mario y BOHM, Andreja. *The Governance of Privatization Funds in Poland*. En: Simonetti y otros, supra nota 34. pp.163-166.

(51) Ver JOHNSON, Simon y SHLEIFER, Andrei. Op.cit; p.26.

(52) Ibid.

(53) Ver JOHNSON, Simon y otros, supra nota 1. p. 48. Este trabajo agrupa a los países por la severidad en la declinación del mercado de valores entre finales de 1996 y agosto de 1998 y coloca a Polonia en la categoría de "relativamente moderada".

(54) El colapso del mercado checo empeoró después de la crisis financiera asiática y golpeó el fondo siguiendo a la crisis financiera rusa en 1998. Entre agosto de 1998 y marzo de 1999, la baja del mercado checo fue de 30.5%, la cual superó de lejos al 17.5% de caída del mercado polaco o la suave baja de 5.7% del mercado húngaro. Ver PISTOR, supra nota 6. p.46. Katharina Pistor encuentra también que la capitalización del mercado checo declinó en 35% siguiendo a la crisis financiera rusa de 1998, mientras que la capitalización del mercado checo realmente subió a 17.8 % durante el mismo período. Ver Pistor, supra nota 6. p.47. La Bolsa de Valores de Praga desde entonces se ha recuperado, no obstante que esto se pueda atribuir parcialmente a las reformas del mercado de valores ampliamente puestas en acción en 1998.

(55) Ver SIMONETTI Y BOHM. *The Governance of Privatization Funds: Open Issues and Policy Recommendations*. En: Simonetti y otros. Supra nota 34. pp.163-174. Adicionalmente, aproximadamente el 25% de las primeras 500 firmas privatizadas cotizan en bolsa. Sin embargo, este contraste entre los descuentos exagerados en el mercado checo y la ausencia de descuentos en el mercado polaco se debe sujeta a una razón importante: dada la ausencia de transparencia en el mercado checo, los precios reportados en la Bolsa de Valores de Praga eran a menudo inflados, exagerándose, así, el descuento. La subsecuente historia de los NIFs después de 1998 se discuten infra nota 59-61.

(56) Ver COFFEE. Supra nota 4. pp.673-76 (discusión del listado extranjero como mecanismo de vinculación).

(57) Ver Pistor. Supra nota 6. p.45.

República Checa tenía el 5% (o más del doble, a lo mucho)⁽⁵⁸⁾. Esta desigualdad no debe sorprender. Al tener una protección legal más débil, las compañías checas tenían una mayor necesidad de cotizar en una bolsa de valores con estándares de gobierno “más fuertes” con el fin de atraer inversionistas de portafolio extranjero (la mayoría de ellos ya habían dejado el mercado checo debido a su falta de transparencia).

Esta historia feliz que contrasta los mundos regulados y no regulados encuentra una seria dificultad que surgió en 1998. Aproximadamente a comienzos de diciembre de 1998, los precios de los valores de los NIFs polacos cayeron notoriamente y normalmente se comercializaban con descuentos a valores netos tan altos como nunca existieron en la República Checa⁽⁵⁹⁾. Mientras tanto, los fondos sobrevivientes de la inversión checa, ahora se comercializan con descuentos relativamente modestos a sus valores netos de activo (típicamente cerca al 20%)⁽⁶⁰⁾.

¿Qué explica esta repentina marcha atrás? A pesar de que cualquier respuesta es especulativa, la mayoría de NIFs experimentaron este *board coup d'états* en 1998 que han reemplazado a sus antiguos gerentes de inversión. Hasta fines de 1998, el gobierno polaco mantuvo la mayoría del poder de voto en los NIFs. Pero desde entonces, los accionistas han cambiado la administración de la compañía en 14 de los originalmente 15 NIFs. En efecto, el mismo temor de las luchas por el control oportunista que desgastaron la confianza del inversionista en el mercado checo, parece haber devastado el valor de los NIFs polacos. Sin los pasos estables del estado, estos NIFs parecen haber sufrido una pérdida repentina y suave de la confianza del inversionista.

No obstante, la cantidad de firmas que comercializaron en la Bolsa de Valores de Varsovia, ha seguido creciendo, y su capitalización general de mercado supera ahora la de la Bolsa de Valores de Praga⁽⁶¹⁾. Tampoco, aún ha surgido evidencia que indique que en Polonia las compañías privatizadas han sido saqueadas o sus activos desviados. Sin embargo, se debe tener cuidado con la línea de evaluación de fondo: en las economías en transición, muy poco es necesario para afectar la confianza del inversionista y producir un vuelo hacia el escape. Como ellas han estado “desreguladas” (o, tal vez, más exactamente, “privatizadas”), los NIFs polacos pueden estar repitiendo la lamentable historia de los fondos checos.

2.2 ¿Qué distingue realmente a las experiencias checa y polaca?

Hasta este punto, estas experiencias se han diferenciado en términos de los caracteres altamente espontáneos de la privatización checa versus la cuidadosamente planeada -constreñida, sin duda- privatización polaca. Pero, ambas naciones comparten un hecho en común, la problemática de los nuevos estudios que enfatizan la importancia de las diferencias en ley corporativa sustantiva: cada uno de ellos tenía una ley corporativa basada fuertemente en la estructura alemana del Derecho Civil. Puesto en términos simples, sus experiencias fueron muy diferentes pero sus leyes corporativas bastante parecidas. Como resultado, debido a que las leyes corporativas de Polonia y la República Checa sólo proporcionaban una débil protección para los accionistas minoritarios⁽⁶²⁾, sus diferentes experiencias no pueden ser utilizadas para corroborar el argumento de que las diferencias en la

(58) Ibid. p.46.

(59) El profesor Andrew Weiss, economista de Universidad de Boston, nos ha proporcionado información que muestra estos descuentos a partir de otoño de 1999. El me informa que, a partir de fines de setiembre de 1999, el descuento promedio en los NIFs polacos, relativos a los valores netos de sus activos había crecido hasta un 60%, lo cual fue grande o más grande que el descuento estándar hecho en los fondos checos tiempo antes en esa década.

(60) El profesor Weiss resalta el ejemplo del Fondo de Restitución, que es el fondo checo más grande y que ahora se comercializa a 1,300 (desde fines de setiembre, 1999) y tiene un valor de activo neto de 1,550 (o menos que un descuento de 20%). En 1994, comercializó por entre 500 y 600. Otro ejemplo es el *SPIF Cesky*, que se vende a 1,346 y que se vendía a 400 en diciembre de 1994. Una posible razón para este resurgimiento puede haber sido la reforma de la legislación, que fue adoptada en 1998; asimismo, de conformidad con esta con esta legislación, muchos fondos checos básicamente se convirtieron en abiertos. Los fondos abiertos no tienen, por supuesto, el mismo descuento que un fondo cerrado porque sus participaciones pueden ser redimidas.

(61) Ver PISTOR, supra nota 6. p.48.

(62) Para realizar una evaluación más cercana de las similitudes y diferencias en las Leyes Corporativas checa y polaca durante el período, vea PISTOR, supra nota 6. pp.35-44. Ella nota que la República Checa si tuvo un requerimiento de quórum considerablemente más bajo (30%), que puede haber facilitado la ocurrencia fraudes y un más alto (y, por lo tanto, menos protector) requisito de subasta obligatoria, pero sobre todo, encuentra que ambos países proporcionaron solamente protecciones débiles en sus leyes corporativas para los accionistas minoritarios.

ley corporativa sustantiva son factores clave que determinan el éxito o fracaso de la privatización.

Más bien, si Polonia y la República Checa tuvieron leyes corporativas parecidas, sus enfoques en la regulación de valores fueron completamente diferentes. Polonia, no sólo impuso estándares altos de revelación de información desde el inicio (incluyendo un informe trimestral), sino que también creó una agencia similar a la SEC americana para hacer cumplir sus leyes desde el principio de su experiencia de privatización⁽⁶³⁾. Además, Polonia adoptó medidas que se parecían a las de la Sección 13 d) del *Williams Act* de los Estados Unidos, con la finalidad de requerir transparencia en la propiedad -esto es, información dada por un potencial adquirente de acciones de una compañía en la medida que exceda ciertos límites de propiedad⁽⁶⁴⁾-. Finalmente, Polonia (pero no la República Checa) siguió el modelo de regulación británico para la toma del control corporativo, requiriendo a cualquier accionista que adquiriera más de un nivel específico de acciones el realizar una oferta obligatoria sobre las acciones remanentes⁽⁶⁵⁾. En resumen, como Katharina Pistor ha mostrado, Polonia tenía una ley corporativa “débil”, pero una ley de mercado de valores “fuerte”⁽⁶⁶⁾.

En general, estas restricciones en la adquisición de control sin divulgación de información y el requerimiento obligatorio de que el adquirente del control ofrezca comprar a los accionistas restantes, puede haber sido el origen de algunas de las diferencias en las experiencias checa y polaca. Por lo menos, estas restricciones ayudaron a detener (o al menos a hacer más lenta) la frenética contienda por el control que se dió en la República Checa. Como resultado de esto, la experiencia polaca puede sugerir la necesidad de hacer retoques en el modelo desarrollado por aquellos

académicos del gobierno corporativo que se habían centrado, de alguna manera sesgada, en las diferencias en la ley corporativa sustantiva⁽⁶⁷⁾. Y al comparar los sistemas de gobierno corporativo, muchas de las diferencias más importantes pueden estar en el nivel de la regulación del mercado de valores. Aquí, las normas que prohíban el *insider trading*, que requieran transparencia en la propiedad de los valores y que restrinjan las coercitivas ofertas para la toma de control, pueden hacer más en la protección de los accionistas minoritarios ante la expropiación, que lo que pueden hacer las normas sustantivas de la ley de corporaciones de la misma jurisdicción. Sin duda, como se sugirió anteriormente, el más importante denominador común entre los regímenes legales de “protección” en los Estados Unidos y el Reino Unido puede ser la alta similitud en sus leyes de mercados de valores, no sus orígenes en el *Common Law*.

Otra hipótesis, sin embargo, también debe notarse: la creación de los NIFs polacos puede haber sido más importante que estas diferencias legales. Mediante la tenencia de participaciones de control, estos intermediarios financieros creados por el Estado, bloquearon el camino de los empresarios quienes de otra manera habrían competido por el control de las compañías recientemente privatizadas. Un rol crítico, posiblemente imprevisto, de los NIFs era proporcionar la seguridad a los accionistas minoritarios de que no necesitan temer la potencial expropiación de su inversión en una compañía privatizada, al menos debido a su vulnerabilidad frente a un buscador o tomador de control predatorio⁽⁶⁸⁾. De hecho, mucha de la contienda por el control en la República Checa parece haber sido motivada defensivamente: cada accionista mayoritario comprendió esencialmente que si ellos no tomaban el control, alguien más lo haría

(63) Ver PISTOR, supra nota 6, pp.37-38.

(64) Ibid. p.37. (Notando que la ley polaca requiere información de titularidad en los niveles de 10% y 25%). La sección 13(d) del *Securities Exchange Act* de 1934, exige que los accionistas de una “compañía que reporta”, revelen tanto al emisor como a la SEC sus identidades, sus fuentes de financiamiento, sus planes e intenciones y otra información pertinente cuando -ya sea sólo o como parte de un grupo- adquieren más del 5% de cualquier clase de valores representativos de capital de tal emisor.

(65) Polonia adoptó un límite de 33% (originalmente, fue de 50%), en tanto que la República Checa introdujo esta reforma (pero sólo al nivel de 50%) más recientemente. Ibid. pp.37-38.

(66) Ibid.

(67) Ver fuentes citadas, supra nota 2.

(68) Lucian Bebchuk ha teorizado que estas disputas de competencia por una posición de control son inevitables siempre que los beneficios privados de control sean grandes y este control no es cerrado por provisiones especiales del pacto social. Ver BEBCHUK, A. *Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER, Documento de Trabajo No. 7213 (Julio de 1999). Estas condiciones parecerían siempre estar satisfechas cuando se usa la privatización *voucher* en una economía de transición, porque expone el control a la adquisición y los beneficios privados del control son necesariamente altos cuando los controles judiciales no están desarrollados.

con un daño resultante para ellos. En síntesis, el temor de pérdida puede haber proporcionado un mayor incentivo para competir por el control, que la expectativa de cualquier ganancia sinérgica u oportunista.

En este sentido, la exposición ineficiente a la pérdida que el sistema checo impuso a los accionistas minoritarios también puede explicar la tempranamente notoria ausencia de ofertas de valores representativos de capital por efectivo en la República Checa, en contraste con su frecuencia en Polonia⁽⁶⁹⁾. Como una oferta de valores representativos de capital diluye inherentemente a los accionistas mayoritarios, los expone a un riesgo aumentado de explotación; al mismo tiempo, también perturba y potencialmente trastorna cualquier equilibrio que pueda haberse logrado entre los accionistas mayoritarios. Habiendo adquirido una posición mayoritaria, un accionista con el control podría preferir confiar en la altamente costosa financiación bancaria, que utilizar la emisión de acciones como financiación de capital, donde el uso de esta última podría interferir con su facultad de explotar los beneficios privados del control. Pero este temor no era un peligro en Polonia, donde los NIFs dieron una gran seguridad de continuidad, al menos por un período interino. Así, una implicancia de la experiencia checa puede ser que las desreguladas contiendas por el control societario y la transición rápida del accionariado disperso al concentrado pueden dar lugar a externalidades -tanto políticas como económicas-.

Correspondientemente, el mercado declive en los precios accionarios de los NIFs polacos, una vez que se permitió que los accionistas tomaran el control de éstos desde el gobierno, refuerza también la interpretación de que las contiendas por el control societario desreguladas exponen a los inversionistas minoritarios al riesgo de expropiación y resultan en la reducción del precio de las acciones⁽⁷⁰⁾. Si en lugar de esto, el gobierno polaco hubiera colocado un techo máximo en el porcentaje que cualquier inversionista (o grupo de inversionistas) podría poseer en un NIF, esta baja podría haber sido reducida.

2.3 Otras experiencias de la privatización: ¿se desarrollan los mercados de valores naturalmente?

Aunque las experiencias checa y polaca probablemente nos dan la aproximación más cercana a un experimento natural que puede encontrarse en esta área, sus experiencias no son únicas. Una revisión breve de esfuerzos hechos en privatizaciones anteriores encuentra casos similares en los cuales los mercados de valores emergentes colapsaron después de la pérdida de confianza, incluyendo los Estados Unidos. Aunque en la mentalidad pública, el término “privatización” probablemente se hizo primero de uso popular con el gobierno de Thatcher en Gran Bretaña para vender empresas estatales en 1979, se pueden identificar instancias anteriores importantes. La primera privatización en gran escala que se ofreció al público inversionista parece haber ocurrido en 1961, cuando en la República Federal Alemana, el gobierno de Konrad Adenauer vendió la mayoría del accionariado de la Volkswagen en una oferta pública que se dirigió a los inversionistas pequeños en Alemania⁽⁷¹⁾. A esto le siguió una oferta aún más grande en 1965, de las acciones estatales de VEBA A.G., una gran compañía minera alemana. Ambas ofertas tuvieron éxito inicialmente, pero a partir de allí los precios de las acciones cayeron dramáticamente, obligando al gobierno de Adenauer a desarrollar “una operación de rescate (...) dirigida a proteger a los accionistas minoritarios”⁽⁷²⁾. La experiencia pareció haber disuadido tanto al gobierno de Alemania como a otros gobiernos europeos de embarcarse en programas similares, hasta que la administración Thatcher comenzó su ideológicamente motivada ola de privatizaciones en 1979.

Durante el inicio de 1970, el gobierno de Pinochet en Chile buscó re-privatizar las industrias que el gobierno de Allende había nacionalizado. Las ventas se hicieron a precios sumamente bajos y cuando la economía chilena entró en una crisis de deuda y pago, a comienzos de 1980, renacionalizó muchas de estas mismas industrias. No fue sino hasta fines de 1980

(69) Ver texto supra notas 51-52.

(70) Ver texto supra notas 59-61.

(71) Para una descripción completa de estas ofertas, ver MEGGINSON, William; Robert NASH, & Matthias van RANDENBURGH. *The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis*. En: 49 *Aleta de J.* 403 (1994). Un Estado alemán (Baja Sajonia), continúa teniendo en su poder una discutible participación de control en Volkswagen.

(72) *Ibid.*; p.407.

(aproximadamente al mismo tiempo del gobierno de Thatcher), que Chile hizo efectivo un programa de privatización más exitoso a través de la venta pública de las acciones de empresas estatales⁽⁷³⁾. Sin embargo, el evento clave en esta posterior y exitosa privatización fue la privatización de Teléfonos de Chile en 1990, la cual fue extensamente dirigida a los inversionistas de Estados Unidos a través de ADRs. El gran y exitoso programa de privatización que realizó México en los años noventa se efectuó de manera parecida, a través de privatizaciones de las grandes empresas estatales que eran directamente listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York⁽⁷⁴⁾.

Los esfuerzos de privatización masiva que no se han llevado a cabo a través de bolsas de valores establecidas no han tenido el mismo éxito. Por supuesto, el ejemplo más notable es Rusia. Virtualmente desde todos los puntos de vista, la privatización rusa ha sido un fracaso espectacular, y la más reciente discusión sobre privatización se ha preocupado ampliamente de la experiencia rusa⁽⁷⁵⁾. Pero las lecciones del fracaso ruso son más difíciles de delinear porque el esfuerzo de la privatización rusa falló desde el inicio debido a fallas críticas de diseño y a las condiciones macroeconómicas que no se daban ni en Polonia ni en la República Checa. Primero, la privatización rusa era significativamente diferente de la checa en que sustanciales bloques de accionariado se colocaron entre los administradores titulares como un acomodo político que era esencial para implementar la privatización. El resultado era fácil de predecir: dentro de 2 o 3 años después de la privatización masiva, la mayoría de los accionistas minoritarios había vendido sus acciones a los *insiders*, produciendo así la misma alta estructura de concentración del accionariado que son norma en cualquier otro lugar⁽⁷⁶⁾. Segundo, en contraste con otras

recientes experiencias de privatización, al gobierno ruso le faltó el control sobre sus regiones más lejanas. En estas regiones, las compañías privatizadas han sido más sujetas a expropiaciones por el gobierno local (o coaliciones conducidas por, o asociadas con, él) que por los accionistas con el control⁽⁷⁷⁾. Tercero, el sistema legal en Rusia era singularmente primitivo, de hecho hasta el punto que muy pocas obligaciones contractuales podían rutinariamente ser ejecutadas y el acudir a medios extra legales (más notoriamente, la violencia) era la norma, no la excepción. Finalmente, la condición macroeconómica en Rusia probó ser particularmente nociva⁽⁷⁸⁾. Como resultado de esto, en 1998, el gobierno ruso incumplió su deuda interna y externa, y el índice de la Bolsa de Valores RTS cayó en casi 90% de su nivel, once meses antes⁽⁷⁹⁾. Cuando un experimento falla por causas múltiples, es difícil atribuir la responsabilidad primaria a una causa en particular.

En contraste, lo que hace la historia checa más interesante que la rusa es que la misma transición del accionariado disperso al concentrado ocurrió, incluso sin el formado prejuicio por la propiedad *insider* o las pobres condiciones macroeconómicas que caracterizaron al contexto ruso. Tampoco la experiencia checa es única. Hasta el punto que las privatizaciones checas se estancaron, la falta de regulación parecería jugar un papel causal mayor, simplemente porque no hay otras explicaciones disponibles. Con mayor generalidad, excepto cuando las compañías han sido privatizadas a través de ofertas listadas en bolsas de valores internacionales, la progresión checa hacia el accionariado concentrado parece ser el modelo dominante, con pocas excepciones. Polonia parece ser la excepción más notable, pero su historia no ha terminado completamente. Como se discutirá luego, este modelo

(73) Ver YOTOPOULOS, Pan. *The (Rip) Tide of Privatizations: Lessons from Chile*. En: 17 *World Development* 683 (1989).

(74) Para una apreciación global de la privatización mexicana, ver LAPORTA, Rafael y Florencio LOPEZ DE SILANES. *Benefits of Privatization: Evidence from México*. En: *Private Sector* (Banco Mundial, junio de 1997). pp.21-24.

(75) Para información reciente detallada, ver FOX y HELLER. *Supra* nota 15, y BLACK, Bernard; Reinier KRAAKMAN, y TARASSOVA, Anna. *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?*. Stanford Law School. Documento de Trabajo No. 178, septiembre de 1999.

(76) Ver BLASI, Joseph y Andrei SHLEIFER. *Corporate Governance in Russia: An Initial Look en Rusia*. En: FRYDMAN, Roman y otros (editores). *Corporate governance in central europe and Russia*. Central European University Press. 1996.

(77) Ver texto *supra*, nota 15.

(78) Ver BLACK, KRAAKMAN y TARASSOVA. *Supra*, nota 75.

(79) MEGGINSON, William y NETTER, Jeffrey. *From state to market: a survey of empirical studies on privatization*. NYSE. Documento de trabajo 98-05 (Dic. 1998). p.16.

plantea la pregunta de si esta transición es una progresión inevitable.

2.4 La reaparición del accionariado concentrado.

Tanto en Rusia como en la República Checa, la privatización masiva a través de la venta o distribución de *vouchers* de privatización a la ciudadanía creó inevitablemente una estructura de accionariado altamente disperso -pero sólo por un período transitorio-. Al pasar el tiempo, la concentración del accionariado ha resurgido. Como numerosos estudios han llegado a la conclusión que las firmas privatizadas se vuelven más eficientes⁽⁸⁰⁾, no sorprende que algunos estudios atribuyan este aumento de eficacia al surgimiento del accionariado concentrado. Por ejemplo, un estudio detallado que examinó el rendimiento de una muestra de 706 empresas checas que se privatizaron entre 1991 y 1992, durante el período 1992-1995, concluyó que a mayor concentración del accionariado, mayor mejora en rentabilidad y valuación de mercado⁽⁸¹⁾. Desafortunadamente, este estudio examinó un período que acabó en 1995, anterior a la subsecuente caída libre en los niveles de precios en la Bolsa de Valores de Praga. Posiblemente, la mayor valuación de mercado del accionariado que ellos encontraron era un fenómeno transitorio según como los grupos de control se formaban y se armaban los bloques de control.

No obstante, asumamos por un momento que las firmas recientemente privatizadas con accionariado concentrado inicialmente superan empresas con accionariado disperso. ¿Implica esto que una economía caracterizada por la concentración del accionariado será más eficiente que una que se caracteriza por la dispersión del accionariado -por lo menos en el caso de las economías de transición-? El problema con cualquiera de estas conclusiones es que los beneficios

del accionariado concentrado pueden demostrar que son efímeros, mientras que los costos subyacentes pueden aparecer en un momento posterior. Aun si la concentración del accionariado implica un superior monitoreo de la administración, estos beneficios tienen que ser equilibrados contra el riesgo reforzado de la expropiación por los accionistas con el control. Tal expropiación pone en riesgo el colapso del mercado de valores, lo que a su vez puede producir una variedad de costos sociales. Por ejemplo, como notamos anteriormente, los mercados de valores polacos han podido apoyar IPOs de valores y otras ofertas en efectivo de valores representativos de capital, mientras que los mercados checos no lo han hecho⁽⁸²⁾. El crecimiento económico, entonces, puede estar en riesgo.

La magnitud de este riesgo sólo ha empezado a surgir recientemente en nuevos estudios que documentan un modelo global aparente. La crisis financiera asiática de 1997 y 1998 afectó adversamente el desarrollo económico en la mayoría de mercados emergentes, pero en diversos grados. Aunque la mayoría de los analistas han asumido que sus causas descansan en políticas macroeconómicas y bancarias, un provocativo nuevo estudio concluye que “la debilidad de las instituciones legales para el gobierno corporativo tuvo un efecto importante en la magnitud de las depreciaciones (el tipo de cambio) y el declive de los mercados de valores en la crisis asiática”⁽⁸³⁾.

Esencialmente, este estudio sostiene que la tasa de expropiación aumenta cuando cae la tasa de retorno de la inversión. En resumen, los gerentes y accionistas con control tienden a robar más en tiempos malos que en tiempos buenos -y los inversionistas esperan esto-. Por tanto, dado cualquier shock adverso al sistema financiero de una región (o del mundo en general), el relativo declive será peor en aquellos países con sistemas legales que dan la protección más débil a los

(80) Ver a modo de ejemplo, D'SOUZA, Juliet y MEGGINSON, William. *The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s*. En: 54 Aleta de J. 1397 (1999) (encontrando aumentos significativos en la rentabilidad y eficiencia); BARBERIS Nicolas; BOYCKO Maxim; SHLEIFER Andrei, y TSUKANOVA, Natalia. *How does privatization work? Evidence from the russian shops*. En: 104 J. Pol. Econ. 764 (1996) (estudio de 452 *retail stores*); FRYDMAN, Roman; HESSEL, Marek y RAPACZYNSKI, Andrej. *Why ownership matters?: politization and entrepreneurship in the restructuring of enterprises in Central Europe* (C.V. Starr Center. Documento de Trabajo No. 98-14 abril de 1998) (resumiendo otros estudios); MEGGINSON y NETTER. *Supra*, nota 79.

(81) CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon, y POHL. *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic* (World Bank Policy Research Paper No. 1737, 1997).

(82) Ver texto. *Supra*, nota 51-52.

(83) JOHNSON, Simon; BOONE, Peter; BREACH, Alasdair y FRIEDMAN, Eric. *Corporate governance in the Asian Financial Crisis, 1997-1998*. (Documento de Trabajo, 1999) p.3.

accionistas minoritarios. Usando como muestra los 25 mercados emergentes que normalmente están abiertos a flujos significativos de capital (y, por tanto, más vulnerables al ataque especulativo), este estudio concluyó que “débiles mecanismos para el *enforcement* de los derechos del accionista y del acreedor tenían importancia de primer orden en determinar la magnitud de la depreciación de la tasa de intercambio en 1997 y 1998⁽⁸⁴⁾”. De hecho, tres índices de instituciones legales -“la eficacia del aparato jurisdiccional, corrupción y la regla de derecho”- fueron hallados para mejor “predecir los cambios en las tasas de intercambio en los mercados emergentes que las medidas macro estándar⁽⁸⁵⁾”. También otras medidas que reflejan la fuerza de los derechos del accionista fueron encontradas como relevantes en relación con la severidad de la crisis financiera, pero sólo “en tanto que estas medidas reflejen la manera como se cumplen y ejecutan los derechos⁽⁸⁶⁾”. Para resumir, la fuerza de las protecciones legales (medida por su verdadero *enforcement*) parecía ser la variable independiente que mejor predijo la variable dependiente de severidad de la crisis financiera.

En esta coyuntura, es útil retornar a la experiencia checa. Como se notó anteriormente, un número de estudios ha encontrado que las empresas privatizadas se volvieron más rentables como resultado de una mayor concentración del accionariado⁽⁸⁷⁾. ¿Pero esta ventaja es sustentable en el tiempo? El subsecuente agudo declive de los precios en la Bolsa de Valores de Praga sugiere que algún shock financiero (proveniente de cualquier fuente) desestabilizó la economía y produjo un súbito retiro del capital del inversionista. ¿Por qué el declive del mercado fue tan extremo en ausencia de cualquier cambio mayor macroeconómico en la economía checa? Quizás los inversionistas eran conscientes de su potencial vulnerabilidad, pero esperaban que los administradores reprimieran su rango de expropiación durante los tiempos de “bonanza”. Sin embargo, a la primera señal de “fracaso”, los

inversionistas compiten por salir porque esperan que aumente la tasa de expropiación.

Aceptando o no la premisa de que la tasa de expropiación suba con cualquier declive del retorno de la inversión, el factor crítico en este escenario es que esa pérdida de la confianza del inversionista será mayor en las economías donde ellos creen que reciben menor protección legal. En realidad, asunciones sobre la relación de la tasa de expropiación con el retorno de la inversión son probablemente innecesarias para manejar este modelo. Todo lo que uno necesita hipotetizar es que los inversionistas ignorarán riesgos legales y su vulnerabilidad a la expropiación por parte de los accionistas con control durante etapas de bonanza, posiblemente en el entendido que los administradores y los accionistas con el control no se arriesgarán a romper el momento que los está beneficiando a todos. Esencialmente, la experiencia checa parece consistente con este modelo.

Aunque de la lectura de esa información se puede entender que el desarrollo legal tiene una influencia decisiva en la viabilidad de los mercados de valores, la verdadera variable independiente en tal modelo puede ser la confianza del inversionista, y el nivel de tal confianza puede ser influido por factores diferentes a la fuerza de la protección legal. Los inversionistas pueden enterarse que el lugar de una acción particular (ya sea un país o una bolsa de valores) frecuentemente ha experimentado escándalos -y han decidido evitarlos-. Incluso dentro de los Estados Unidos, hay evidencia que apoya esta hipótesis. En 1992, la AMEX lanzó la *Emerging Company Market Place* (el “ECM”) para comerciar las acciones de compañías pequeñas de alto crecimiento⁽⁸⁸⁾. Para 1995, fue obligada a cerrar este mercado después de que una serie de escándalos había “dañado la reputación del ECM para supervisar la calidad de sus listas(...)⁽⁸⁹⁾”. No obstante, inversionistas en el ECM tuvieron los mismos derechos legales como inversionistas que comercian en la Bolsa de Valores de Nueva York. Aunque otros factores también inhibieron el

(84) Ibid.: p.4

(85) Ibid.: p.6

(86) Ibid.

(87) Ver texto supra nota 80-81.

(88) Para una discusión detallada del ECM, ver Reena Aggarwal y James Angel, *The Rise and Fall of the Amex emerging Company Marketplace*. En: 52 J.Fin. Econ. 257 (1999).

(89) Ibid.: p.283.

crecimiento del ECM⁽⁹⁰⁾, el papel del escándalo parece crítico. Los inversionistas ni son los estudiosos legales ni comparativistas; aprenden principalmente de su experiencia, no de la teoría. Es más, ellos pueden esperar cualquier modelo que observan para continuar (aun cuando, en efecto, era una serie no conectada de hechos casuales). De allí que el escándalo predice escándalos futuros, y los inversionistas esperan más expropiación. Esta expectativa de continuidad puede explicar la tasa relativamente alta de fracasos de “empresas novatas” o de “incubación” en las bolsas de valores⁽⁹¹⁾.

La línea base puede ser, entonces, que cualquier cosa que invite al escándalo público (incluyendo una débil protección legal) crea una externalidad negativa. En ese caso, las políticas públicas hechas para proteger la integridad del mercado y preservar la confianza del inversionista se pueden justificar fácilmente, aun cuando a veces pueden impedir la habilidad de empresas pequeñas y no fraudulentas para reunir capital.

3 La tecnología de la expropiación.

Aunque se usaron una variedad de tácticas para expropiar la riqueza de empresas checas y fondos de inversión, la estrategia mejor conocida era la popularmente llamada *tunneling*. Esencialmente, esta práctica involucró la venta o traslado de los productos o activos por debajo de los precios del mercado de la empresa controlada a otra compañía, que era controlada por el mismo grupo que controlaba a la empresa original. Gradualmente, a través de una serie de transacciones que podrían involucrar un número de dichas compañías en cascarón, los activos de la empresa controlada podrían ahuecarse (de allí la palabra *tunneling*); alternativamente, su futuro flujo de caja esperado podría transferirse a la compañía en cascarón haciendo que la empresa controlada entre a contratos de producción a largo plazo bajo los cuales

la mayoría de su producción fuera vendida efectivamente al costo (o menos) a una o más compañías en cascarón.

Las variaciones en este modelo básico eran numerosas. Por ejemplo, un empresario podría prestarse los fondos para comprar una participación de control en una compañía checa, usando una empresa de propiedad personal como vehículo a través del cual obtuvo de un banco el préstamo requerido para adquirir la participación de control aludida. Entonces, una vez adquirido el control de la firma, el empresario puede fusionar su empresa personal con la empresa privatizada, con la finalidad de hacer a esta última responsable del endeudamiento que financió la adquisición de la participación de control⁽⁹²⁾.

Tal injusta transacción en beneficio propio no es particularmente novela o producto de la imaginación. Pero, precisamente por esa razón, el hecho de que funcionó tan efectivamente en la República Checa, sugiere que debe haber alguna debilidad característica o vulnerabilidad en la Ley checa y (porque la Ley Societaria de este país fue hecha mucho tiempo después que la Ley alemana), en términos generales, en el propio sistema de Derecho Civil. Una razón clave por la cual el *tunneling* tuvo éxito involucró técnicas legales que pudieron aislar el escrutinio judicial. Un estudio de 1997 realizado por el Ministerio de Finanzas checo examinó una variedad de tácticas para saquear las empresas privatizadas e informó lo siguiente: “El *tunneling* dentro de compañías es un fenómeno frecuente. Los actuales tomadores de participaciones de control en compañías han descubierto un método sin riesgos para sacar dinero de las compañías. Este método consiste en realizar una junta general de accionistas en la cual ellos tienen la mayoría; esta junta aprueba una decisión sobre una transacción que compromete la propiedad de la corporación (...) y luego el directorio de la compañía lleva a cabo la operación, con el consecuente daño para la compañía. Ningún accionista (minoritario) puede culpar al directorio de

(90) De hecho, Aggarwal y Ángel dan mayor peso en su reporte a un problema adverso de selección: las empresas buenas “maduraron” del ECM al Amex, mientras que las “malas” se mantuvieron detrás. Ibid.

(91) Aggarwal y Ángel observan que: “Durante los 80s, virtualmente todas las bolsas de valores en Europa establecieron una sección especial para las compañías que eran muy pequeñas para hacer frente a los requerimientos normales de listado (...). Muchos de estos mercados parecieron prosperar durante un corto tiempo, pero finalmente, todos ellos sufrieron una severa iliquidez y atrajeron pocas compañías o inversionistas”. Ibid.; p.281. Amsterdam cerró su Mercado Paralelo Oficial en 1993, y Londres cerró su Unlisted Securities Market en 1996. Ibid.

(92) Para estos y otros ejemplos, ver COFFEE. Supra nota 33. pp.113-114.

esta operación ya que se encuentra limitado por la decisión de la junta general de accionistas⁽⁹³⁾”.

En resumen, si la transacción en beneficio propio fue aprobada por una mayoría de accionistas, los miembros del directorio fueron aislados efectivamente de responsabilidad legal. No obstante que los accionistas minoritarios podrían demandar para cuestionar la acción tomada en la junta de accionistas, recibirían muy poca información sobre los términos de la transacción y, por tanto, no podrían levantar un cuestionamiento efectivo.

Hasta donde esta evaluación sea precisa, revela un contraste agudo entre las limitaciones de los checos y aquellas de la jurisdicción del *Common Law*. Por ejemplo, no obstante que la ley en los Estados Unidos da un peso considerable a la ratificación de los accionistas, la ley en este país generalmente no permite a un accionista con conflicto que ratifique una transacción entre la sociedad y el mismo (o una afiliada)⁽⁹⁴⁾. Típicamente, solamente el voto de una mayoría desinteresada de los accionistas puede tener este impacto. De esta manera, la consecuencia práctica de esta diferencia es otorgarle a la mayoría de accionistas (o grupo de accionistas) mucho más poder para imponer transacciones en beneficio propio a la minoría y así crear un incentivo mucho más fuerte para un accionista o grupo que busca el control para obtener una participación mayoritaria. Aunque la Ley Societaria alemana (y, por tanto, la Ley checa como sistema legal sustancialmente basado en aquel modelo) permite al accionista que ataque los resultados de una junta de accionistas, esta es una batalla cuesta arriba, porque pide a la corte que predomine sobre la mayoría de accionistas, no simplemente sobre el directorio.

La ratificación por mayoría no fue, sin embargo, la única técnica por la cual se podía efectuar el *tunneling*. Bastante antes de lograr una mayoría absoluta, un accionista o un grupo de accionistas podría

lograr el control de facto del directorio y de esta manera estar en posición de aprobar las mismas transacciones en beneficio propio sin ratificación de los accionistas, basada más en la aprobación del directorio. Los directores que aprobaron una transacción en beneficio propio injusta podrían enfrentar cierto riesgo de responsabilidad legal, pero este riesgo es mitigado por dos factores clave que caracterizan a muchos sistemas de Derecho Civil. Primero, los accionistas no necesariamente se enterarán de la transacción en beneficio propio. Bajo la Ley Societaria alemana, un cuerpo elaborado legal regula las relaciones entre las compañías que pertenecen a una estructura *holding* o *Konzern*. Este cuerpo legal permite a un accionista mayoritario dominar a su subsidiaria, pero espera que la mayoría compense a la minoría por cualquier detrimento que hayan sufrido⁽⁹⁵⁾. Aunque los auditores de la firma deben reportar sobre las transacciones entre compañías, sólo lo hacen a la junta supervisora de las firmas controladas, no a los accionistas minoritarios. Comentaristas alemanes cándidamente han admitido que este enfoque no transparente a la regulación de las operaciones en beneficio propio deja al menos una escapatoria potencial en el sistema de Derecho Civil de gobierno corporativo: los accionistas no pueden cuestionar transacciones de las cuales no están enterados⁽⁹⁶⁾.

Más generalmente, la Ley Societaria alemana ve a la junta general de accionistas como el forum apropiado en el cual se debaten y resuelven temas diversos. Esto puede resultar adecuado en un sistema de accionariado concentrado, donde se puede esperar que los grandes accionistas asistan a las reuniones. Pero la privatización crea inherentemente un accionariado disperso con pequeñas participaciones, y es menos probable que ellos asistan a tales reuniones. Además, la administración puede programar la reunión en lugares remotos y con poca capacidad de difusión, táctica que

(93) Ver Ministerio de Finanzas Checo. *Current Aspects of the Czech Capital Market* (memorandum del año 1997).

(94) Algunas de las leyes estatutarias de los Estados Unidos esterilizan específicamente los votos de los accionistas interesados en establecer los procedimientos mediante los cuales las transacciones que impliquen un conflicto de interés puedan ser aprobadas por el directorio o por los accionistas de modo que superen la presunción contra la negociación en beneficio propio. Ver *California Gen. Corp. Law* § 310 (1976). Otros, incluyendo Delaware, han llegado a un resultado similar por decisión judicial. Ver *Fleigler v. Lawrence*, 361 A.2d 218 (Del. 1976) (la aprobación de accionistas simplemente elimina “la nube” y no sanciona la injusticia).

(95) Para una breve reseña, relativa a la aplicación de esta ley a las ex-economías en transición, ver PISTOR. Supra nota 6, pp.17-18.

(96) Ver e.g., WIEDEMANN, Herbert. *The German Experience with the Law of Affiliated Enterprises*. En: Klaus Hopt (editores). *Groups of companies in european law: Legal and Economic Analysis on Multinational Enterprises* (1982); IMMENGA, Ulrich. *The Law of Groups in the Federal Republic of Germany*. En: Eddy Wymeersch (editores), *Groups of companies in the EEC* (1993) p.85.

puede resultar para desmotivar por lo menos a los accionistas minoritarios. Es más, la Ley checa exacerbó este problema estableciendo un quórum particularmente bajo (30%) que permitió que un número reducido de accionistas, por ejemplo dos grandes fondos, bastara para satisfacer este requisito y se tomara decisiones en una reunión convocada precipitadamente⁽⁹⁷⁾.

En las economías en transición, estos peligros son agravados por una mayor probabilidad que el directorio supervisor pueda no ser independiente o simplemente pueda ser demasiado inexperto o pasivo para evaluar la limpieza de la transacción. Segundo, el sistema judicial en las economías transicionales no ha podido desarrollar remedios o estándares por su cuenta para reducir el riesgo de expropiación. Tercero, aún si los accionistas se enteran de la transacción, puede faltarles el incentivo para tomar alguna acción o demandar. Aquí, sale a relucir el problema de la acción colectiva: los accionistas menores rara vez tendrán una razón económica suficiente para intentar un litigio costoso. Además, una vez que se forme un bloque de control, es raro encontrar cualquier otro grupo de accionistas importante⁽⁹⁸⁾; en cambio, otros competidores potenciales por el control, típicamente salen rápido una vez que se ha logrado el control *de facto* por un rival. Así, pocos accionistas individuales enfrentarán una pérdida suficientemente sustancial para justificar el costo de litigio individualmente. En los Estados Unidos, este problema de acción colectiva está por lo menos resuelto parcialmente por (i) la existencia del acuerdo de honorario de contingencia (que esencialmente es un dispositivo de traslado del riesgo, mediante el cual el accionista minoritario transfiere los riesgos del litigio a un “abogado de demandantes”); y, (ii) la regla legal que una demanda exitosa en una acción derivada tiene el derecho de hacer pagar a la sociedad los honorarios razonables del abogado. Al no existir mecanismos similares de *enforcement*, es de predecir que los accionistas minoritarios se mantendrán pasivos, incluso si se enteran que han sido defraudados.

4 Lecciones de política desde la experiencia de privatización.

Varios denominadores comunes se disciernen en los primeros esfuerzos para privatizar empresas estatales y para desarrollar mercados de valores en las economías en transición. Primero, la mayoría de estudios recientes del proceso de privatización han informado que los monitores corporativos más obvios (a saber, los inversionistas institucionales y, en particular, los fondos de inversión de la privatización) han mostrado poco interés en monitorear. O han estado mal equipados para tal rol o, más típicamente, han usado su posición de *insider* para embarcarse en transacciones informadas, en mercados débiles y no transparentes o para perseguir fines de beneficio propio. Mientras las circunstancias varían, la causa fundamental parece la misma: el reestructurar es una tarea costosa en la cual las ganancias necesariamente son compartidas con otros accionistas. En contraste, en tanto los mercados no sean transparentes y las protecciones a la minoría no existan, puede ser más fácil y más rentable expropiar riqueza que crearla. Segundo, hasta el punto en que los grandes accionistas sean activos, su enfoque primario parece estar en obtener una posición de control -ya sea para explotar los beneficios privados de control o como una medida defensiva para protegerse de la expropiación, o ambos-. Una vez que esta revuelta por el control produce un vencedor, comienza el *tunneling*. Tercero, los mercados de valores emergentes parecen vulnerables a colapsos repentinos. Una vez que el mercado se estigmatiza, la declinación es rápida, no lenta, como un shock exógeno y repentino que puede causar que ambos, los inversionistas extranjeros como los nacionales, compitan por salir -si pierden la confianza-.

Para solucionar estos problemas, algunos han requerido la absoluta reforma de las leyes societaria y de mercado de valores con la finalidad de introducir las características de mayor protección del derecho anglo-americano dentro de los códigos de la ley típicamente civil de los países más transicionales. Esto

(97) Ver PISTOR. *Supra* nota 6, pp.35-44. Estas técnicas en realidad se usaron en la práctica por un renombrado empresario checo; ver también WALLACE, Charles. *The Pirates of Prague*. En: *Fortune*, Diciembre 23, 1996 p.78 (discusión de la carrera de Victor Kozeny); Ver asimismo, Coffee, *supra* nota 33 p.115.

(98) Ver La Porta, Lopez de Silanes, y Shleifer, *supra* nota 2, p.505 (en el 75% de casos, no existe otro accionista grande cuando hay uno que tiene el control).

suena deseable, pero un análisis más cercano revela un problema en este enfoque: existe poco consenso en cuanto a precisamente cuáles son las características más importantes y protectoras del derecho anglo-americano. Por ejemplo, los derechos de suscripción preferente juegan un papel importante en el Reino Unido, pero virtualmente ninguno en los Estados Unidos. En contraste, las acciones de clase pueden generar un nivel deseable de disuación en los Estados Unidos. No obstante que la investigación parece mostrar que los sistemas del *Common Law* superan a los del Derecho Civil en la protección de los accionistas minoritarios, permanece elusiva una explicación satisfactoria de la aparente superioridad del *Common Law*. Otros comentaristas han puesto énfasis en que el desarrollo de un mercado de valores fuerte exige estándares altos de revelación de información y protección a los accionistas minoritarios de la expropiación (tanto de la información como de la propiedad) por los *insiders*⁽⁹⁹⁾. Esto parece claramente válido, pero deja aún abiertos los problemas

considerables de cómo llegar a ese estado ideal desde puntos de inicio existentes.

Desde un panorama general, se pueden agrupar las reformas posibles bajo tres títulos: (i) reformas judiciales (que responden ya sea a un estado subdesarrollado del Poder Judicial en las economías en transición o a problemas especiales que se relacionan a la supuesta rigidez del Derecho Civil); (ii) reformas estructurales (que pueden requerir una legislación pero que no involucran reglas legales), y (iii) reformas legislativas (que podrían relacionarse ya sea a la ley societaria sustantiva o la regulación de los mercados de valores). Esta sección comenzará con las reformas judiciales porque parece necesario evaluar en forma franca lo que se puede y no se puede esperar del Poder Judicial en los países en vías de desarrollo. Luego, considerará ambas las reformas estructurales y las posibles revisiones legislativas.

4.1 Reformas judiciales.

Aunque es conclusivo simplemente asumir que los sistemas del *Common Law* ofrecen necesariamente mayor protección a los accionistas minoritarios que los sistemas de Derecho Civil, es fuerte la evidencia de que la propiedad dispersa persiste principalmente en los regímenes legales del *Common Law*⁽¹⁰⁰⁾.

Potencialmente, esto podría ser el resultado de provisiones legislativas que generalmente se encuentran en los sistemas del *Common Law*, pero los que hoy en día proponen la superioridad del *Common Law* no han podido dar una explicación convincente de las deficiencias críticas legislativas del Derecho Civil o las características del *Common Law* que mejor protegen a los accionistas minoritarios. Por lo tanto, se necesitan considerar hipótesis alternativas.

4.1.1 Una hipótesis sobre las ventajas del *Common Law*.

Una hipótesis plausible es que la superioridad real de los sistemas está en el papel distintivo del juez del *Common Law*. Una cantidad considerable de literatura de Análisis Económico del Derecho enfoca el pacto social



(99) Ver Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Stock Markets: The Nontriviality of Securities Law*, (Documento de Trabajo, julio de 1999).

(100) Japón es el caso marginal, porque tiene accionariado disperso (junto con una estructura particular única de control). Principalmente es un país de Derecho Civil, pero con las leyes de mercado de valores norteamericanas habiendo sido impuestas como secuela de la Segunda Guerra Mundial. Este patrón puede sugerir que las leyes de mercados de valores son más importantes que los remedios del *Common Law*, o puede tan solo ser que Japón ha desarrollado instituciones particulares con que preservar la confianza del inversionista.

como un contrato altamente incompleto⁽¹⁰¹⁾. Necesariamente, hay vacíos en este contrato que se deben llenar. Los teóricos del Análisis Económico del Derecho, a través de los años, no se han puesto de acuerdo sobre qué principio o fórmula debe usar el juez buscando llenar estos vacíos⁽¹⁰²⁾, pero existe consenso de que el juez del *Common Law* puede y debe llenar estos vacíos. En contraste, es posible que el juez del Derecho Civil no tenga la misma autoridad o la misma expansiva comprensión del rol judicial. Hasta el punto que el Derecho Civil no confía en el activismo judicial o lo ve como una usurpación del rol legislativo, el juez del sistema del Derecho Civil está confinado al más angosto papel de interpretar lo que los extensos códigos civiles han realmente especificado. De esta manera, al menos en el margen, el *Common Law* incentiva el llenado de vacíos, mientras que el Derecho Civil tiende a impedirlo.

Cualquier descripción resumida de las diferencias entre el Derecho Civil y el *Common Law* necesariamente omitirán mucho y arriesga con estereotipar sistemas legales que tienen considerable suspicacia y variación. No obstante, el papel del juez aparece significativamente diferente bajo los dos sistemas⁽¹⁰³⁾. Si se exagera en decir que el juez del Derecho Civil es simplemente un burócrata cuyo trabajo es interpretar y aplicar unos estatutos escritos, es todavía cierto que al jurista del Derecho Civil le falta la misma libertad y discrecionalidad que al juez del *Common Law* para buscar en un almacén muy amplio de precedentes legales la regla que mejor se adecúe para el caso judicial⁽¹⁰⁴⁾. Por definición, el inventario de precedentes potencialmente aplicables que crea el *Common Law* confiere una mayor discreción al que toma decisiones legales.

Esta distinción tiene incluso mayor fuerza en el área del Derecho Privado. Por un lado, los códigos

del Derecho Civil tienden a ser especialmente extensos en esta área y, de esta manera, dejan discutiblemente menos espacio para el llenado de vacíos. A la inversa, el *Common Law* (y en particular el Derecho Corporativo) no ve la legislación como la única (e incluso la principal) fuente de derecho. Bajo el *Common Law*, los deberes legales pueden mostrar que son independientes de cualquier fuente legislativa. El ejemplo más importante para el Derecho Corporativo es el concepto del deber fiduciario. Estos deberes pueden desarrollarse del curso de una disputa o relación que involucre confianza y seguridad donde ningún lado ha asumido contractualmente cualquier obligación frente al otro⁽¹⁰⁵⁾. En el Derecho Corporativo, el mejor ejemplo de cómo el concepto de deber fiduciario invita a los jueces del *Common Law* a llenar vacíos involucra el deber de lealtad. Aunque algunos Estados americanos definen el deber de diligencia en la ley, cuanto más amplio es el deber de lealtad, generalmente se deja al proceso de interpretación judicial del *Common Law*. Allí, descansa en el fundamento del *Common Law* de varias centurias, que consiste en el precedente judicial. Incluso antes que surgiera la corporación moderna, la Ley de Agencia y la Ley de *Trusts* mantuvieron al servidor responsable frente al patrón por las ganancias secretas obtenidas por el uso de la propiedad de éste. Estas decisiones se aplicaron más tarde para mantener a los funcionarios de las corporaciones -que incluía a gerentes, directores, accionistas con control- con estándares similares. En Delaware, la decisión fundamental que definía los contornos de dicho deber es *Guth v. Loft*⁽¹⁰⁶⁾, que en una amplia y algo retórica prosa instruye a los fiduciarios de la corporación que están atados a un “deber de lealtad inflexible”⁽¹⁰⁷⁾. Decisiones igualmente famosas en Nueva York y otros lugares han

(101) Para una declaración estándar de esta perspectiva, ver EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law* (1991) pp.1-39; ver asimismo, MACEY, Jonathan. *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*. En: 18 *J. Corp. L.* 185 (1993).

(102) Comparar Ian Ayres y Robert Gertner. *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*. En: 99 *Yale L.J.* 87 (1989) (sugiriendo la regla de “obligación de informar”) con Easterbrook y Fischel, supra nota 101 (prefiriendo la regla de maximización de la riqueza).

(103) Ver, DAVID, R. y BRIERLEY, J.. *Major legal systems in the world today* (ad ed. 1978) p.339.

(104) Ver DAMASKA, M. *The Faces of Justice and State Authority* (1986) (enfaticando el rol tecnocrático del juez del *Common Law*); ver también, SHAPIRO, M. *Courts: A Comparative and Political Analysis* (1981).

(105) Las normas de *insider trading* han mostrado cuan complejo puede ser este tema cuando surge un deber fiduciario, pero los criterios claves son 1) la posesión de criterio, para actuar en favor del beneficiario, por parte de quien tiene el deber y 2) dependencia por el beneficiario. Ver, *United States v. Chestman*, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991), cert. denied, 503 U.S. 1004 (1992).

(106) 23 Del. Ch. 255, 5 A 503, 510 (Del. 1939).

(107) Ibid pp.510-511.

usado un lenguaje similarmente muy amplio que incluía, por supuesto, la famosa frase del Juez Supremo Cardozo -entonces Juez- de que un fiduciario debe observar no meramente la “moral de un mercado sino también la meticulosidad del más sensible honor⁽¹⁰⁸⁾”. Jueces sofisticados reconocen hoy en día que tales amplias normas se deben aplicar en una forma de contexto específico, y esto debe conducirlos a desenfatizar el florido retórico de una generación anterior y considerar, en vez de esto, la hipotética negociación en la cual los accionistas y fiduciarios corporativos han entrado. Pero los intentos para contratar fuera del deber de lealtad a través de la provisión de amplios pactos sociales exculpatórios generalmente han fracasado⁽¹⁰⁹⁾.

El punto inmediatamente relevante es que el concepto del *Common Law* sobre el deber fiduciario permite e instruye al juez del *Common Law* a llenar los vacíos en un contrato incompleto. Sin duda, el concepto fiduciario le dice a la corte que las condiciones implícitas y no eliminables deben ser leídas como parte del contrato de sociedad y proporcionar un rico depósito de ilustraciones en forma de casos para guiar a la corte. Ningún similar y tan profundo inventario de precedentes legales que exista aparte de la Ley Estatutaria de Sociedades arma al Juez del sistema del Derecho Civil. Para asegurarse, se han dado algunos modestos pasos dirigidos al reconocimiento de un deber fiduciario para con los accionistas minoritarios en algunas jurisdicciones del sistema del Derecho Civil (principalmente, en Alemania)⁽¹¹⁰⁾, pero el concepto ha sido establecido sólo en abstracto y le falta cualquier mecanismo efectivo de *enforcement*. Como resultado, aunque las diferencias entre el Derecho Civil y el *Common Law*

fácilmente pueden ser exageradas, el Derecho Civil esencialmente ve el Código de Sociedades como la ley y confina al juez a, más o menos, aplicarlo mecánicamente, mientras que para el juez del *Common Law* la ley societaria es una amalgama compleja de normas y decisiones judiciales. En lugar de reemplazar o sobreseer los precedentes judiciales, el Código de Sociedades puede ser visto intentando codificar aquellos precedentes.

Esta hipótesis de que el *Common Law* tiende a incentivar el llenado de vacíos, mientras que el Derecho Civil hace lo contrario, permanece ciertamente abierta a cuestionamiento. Alguna evidencia empírica encuentra que los jueces británicos, por ejemplo, son menos “audaces” que su contraparte civil en Francia o Alemania⁽¹¹¹⁾. Pero cualquiera que sea el nivel general de cuidado de los jueces británicos, el contexto de la ley societaria puede ser distinto. De allí que, el concepto del deber fiduciario -con su clara definición de que existe una obligación legal, independiente de la ley estatutaria o del contrato, de ser justos con los accionistas minoritarios- invita y anima a las cortes a llenar los vacíos aparentes del contrato de sociedad.

No obstante, aún si el *Common Law* arma mejor al juez para resistir el oportunismo, ¿qué relevancia tiene esto para las economías en transición? Esto es, aún si los jueces del *Common Law* tienen mayor discrecionalidad y pueden moldear nuevos remedios, no se sigue que su estilo de conducta judicial se pueda imponer a los jueces del sistema del Derecho Civil. Simplemente no es una reforma factible el intentar convertir a los jueces del Derecho Civil en jueces del *Common Law* (sería más fácil convertir a los economistas financieros en catedráticos de derecho, o viceversa). Pero esta penetrante reforma no es

(108) Ver *Meinhard v. Salmon*. 249 N.Y. 458, 464, 164 N.E. 545, 546 (1928).

(109) Ver, *Irwin v. West End Dev. Co.*, 342 F. Supp. 687, 701 (D. Colo. 1972) (“Provisiones exculpatórias de artículos corporativos no crean licencia para robar”), modificado en otros campos, 481 F. 2d 34 (10 th Cir. 1973).

(110) La Corte Suprema Federal alemana reconoció que los accionistas con el control mantienen un deber fiduciario de lealtad frente a los accionistas minoritarios, en el tan discutido caso Linotype durante de la primera parte de 1988. Ver *Entscheidungen des bundesgerichtshofes in zivilsachen (BGHZ)* No. 103, p.184 (1988). Ver a modo general, HWA-JIN, KIM. *Markets, Financial Institutions, and Corporate Perspectives de Alemania*. En: 26 Law & Pol’y Int’l Bus. 371, pp. 392-394 (1995). Además, Alemania tiene un cuerpo separado de derecho llamado Ley de *Konzern* que intenta proteger tanto a los accionista minoritarios como a los acreedores de compañías que pertenecen a grupos empresariales. Ver a modo general BONANO, J. Bantz. *The Protection of Minority Shareholders in a Konzern Under German and United States Law*. En: 18 Harv. Int’l L.J. 151 (1977). Ver también IMMENGA, Ulrich. *The Law of Groups in the Federal Republic of Germany*. En: Eddy Wymeersch (editor.), *Groups of companies in the EEC* (1993) p.85. Cualquiera que sea la situación en Alemania, mucho menores derechos (o remedios) que puedan ser ejercitados por los accionistas minoritarios, parecen ser reconocidos en cualquier otro lugar del continente. Ver MACEY, Jonathan R. *Italian Corporate Governance: One American’s Perspective*. En: 1998 Colum. Bus. L. Rev. 121 (1998).

(111) Ver COOTER y GINSBURG. Supra nota 18. pp.300-301.

necesaria, porque solamente una pequeña parte de la carga de trabajo de la mayoría de los jueces de cualquier sistema tendrá que ver con problemas societarios o del mercado de valores. El curso más fácil puede ser simplemente transferir esta parte de su carga a un tribunal especializado, según veremos luego.

4.1.2 Cortes especializadas.

La inflexibilidad de las cortes del sistema del Derecho Civil ya ha conducido a la creación de cortes especializadas en algunos países de dicho sistema, en los cuales las cortes especializadas tienen jurisdicción exclusiva sobre algunas materias⁽¹¹²⁾. Un ejemplo es la experiencia alemana con cortes laborales, que fueron creadas porque el Derecho Laboral requiere inherentemente un estilo complicado de toma de decisiones⁽¹¹³⁾. Más aún, incluso los países del *Common Law* han hecho un uso importante de tribunales especializados para resolver las disputas que surgen en torno a la ley del mercado de valores. Por ejemplo, las normas federales de mercado de valores ahora también contemplan su *enforcement* ante jueces administrativos.

Así, un acercamiento práctico a un efectivo *enforcement* puede estar en la creación de un cuadro de jueces administrativos, dentro de una agencia similar a la SEC, la cual sería autorizada ampliamente para hacer cumplir las obligaciones de divulgación de información y ciertas reglas contra las transacciones en beneficio propio (tal como la prohibición del *insider trading*). Tales jueces serían entrenados dentro de la agencia y estarían facultados para imponer sustanciales penalidades civiles. Su jurisdicción podría limitarse a casos de *enforcement* traídos por la agencia, o podría extenderse para incluir demandas de inversionistas para ser indemnizados⁽¹¹⁴⁾.

Aunque estos jueces presumiblemente carezcan de jurisdicción penal, también podrían ser

autorizados para otorgar órdenes que efectivamente suspendan o desautoricen a un individuo o entidad de su actividad funcional como corredor, asesor de inversiones, contador o abogado o de tener alguna asociación con cualquier entidad que esté comprometida con estas actividades. Como una limitación mayor, las personas que a sabiendas se comprometen en esas actividades específicas con el demandado, luego de la puesta en vigencia de la orden de limitación o suspensión, podría enfrentar penas parecidas. Además, la apelación de tales órdenes o decisiones podría hacerse solamente frente a la corte de la jurisdicción, la cual sería autorizada para revocarla sólo en caso que no tuviera fundamento de hecho o de derecho alguno.

En este punto, la agencia adquiere un instrumento de *enforcement* interno, que solamente carece de la tradicional facultad del juez para emitir medidas cautelares. Efectivamente, las órdenes de “cesar y desistir” podrían ser autorizadas para que parcialmente llenen incluso este vacío. El problema que queda puede ser cómo ejecutar las órdenes de limitación o suspensión. En economías en transición, un agente de bolsa o asesor de inversiones excluido de esa actividad podría persistir en solicitar a los clientes, el efectuar transacciones y dar asesoría de inversión. Una respuesta puede recaer en centralizar el comercio en una bolsa de valores de más fácil monitoreo y en la penalización de las personas que trabajan con o para la persona suspendida. Otra respuesta puede ser permitir a los clientes y contrapartes a resolver las transacciones (o rechazar el pago por transacciones que arrojen pérdida) con cualquier persona excluida, suspendida o no autorizada. Cualquiera sea el medio usado, los problemas de *enforcement* se pueden resolver, mientras que la agencia no tenga que depender de (o pueda ser anulada por) el poder judicial tradicional.

(112) Rusia ha experimentado con un sistema de “cortes económicas”, pero con resultados mixtos, en el mejor caso. Ver HALVERSON, Karen. *Resolving Economic Disputes in Russia's Market Economy*. En: 18 *Mich. J. Int'l L.* 59 (1996). En contraste a una corte económica independiente, la propuesta hecha aquí es por una corte especializada que está localizada dentro de la agencia en cuya normativa la corte se va a especializar.

(113) Las cortes alemanas se remontan a la República de Weimar y fueron designadas “para guiar las disputas de trabajadores administradores hacia una estructura de procedimientos parecida a los procesos políticos de la competencia de partidos y toma de decisiones parlamentarias”. Ver BLANKENBURG, *Patterns of Legal Culture: The Netherlands Compared to Neighboring Germany*. En: 46 *Am. J. Comp. L.* 1, 26 (1998). Las cortes alemanas tienen ahora diez divisiones en el nivel federal y veintisiete jueces sólo en este nivel. *Ibid* p.27.

(114) En los países de Derecho Civil, no hay derecho a un proceso con jurado que es el factor responsable de limitar la jurisdicción de los jueces de derecho administrativo en casos civiles en los Estados Unidos.

4.2 Reformas estructurales.

Aún si las reglas legales no pueden ser ejecutadas en forma predecible en las economías en transición, se pueden usar otros mecanismos estructurales para evitar el tipo sistemático de expropiación que caracterizó a la experiencia checa.

4.2.1 Privatización por fases.

La experiencia polaca con los NIFs -en efecto, accionistas con control creados por el estado- pueden suministrar un modelo útil para una forma de privatización más gradual. Tales accionistas con control podrían cumplir varias funciones diferentes: (i) previenen (o atrasan) la lucha por el control que caracterizó a la experiencia checa- al menos hasta que la estructura legal y regulatoria haya ganado alguna experiencia con la privatización; (ii) pueden constituir monitoreos más activos que los fondos de inversión privados; en lo mínimo, pueden al menos ser encargados con la misión de desarrollar un plan de reestructuración para sus compañías de portafolio, y (iii) sirven como medio de agregación de accionistas individuales y, así, resolver parcialmente los problemas de acción colectiva.

Finalmente, sin embargo, la verdadera privatización requiere que los NIFs decaigan -o las empresas permanecerían bajo control indirecto del estado-. De esta manera, una estrategia para la reducción por fase de los NIFs es necesaria. Aquí, el modelo polaco fue incompleto debido a que dio a los NIFs una vida de diez años, pero no tomó provisiones para la reducción. En vez de esto, un enfoque ingenioso podría haber sido el reducir sus participaciones del 33% inicial, en una base anual: i.e., bajar a 30% después del año uno; 25%, después del segundo año; 20% después del tercer año, etc. Además, podría ser prudente alternar este programa de modo que algunos NIFs se reduzcan y desaparezcan antes que otros -a partir de allí, creando un experimento natural y permitiendo reformas legislativas o regulatorias si la primera generación de NIFs a desaparecer hubiese generado una serie de escándalos-. Tal reducción por fases tiene más sentido que simplemente reemplazar a

los NIFs por dueños privados de un solo golpe, ya que este enfoque invita a la misma lucha por el control como ocurrió en los fondos checos.

Otra atracción de este enfoque es que debería alentar portafolios de inversionistas extranjeros (quienes no buscarán el control y que saben que realmente no podrán administrar las compañías de portafolio) para permanecer activos en el mercado de capital es, posiblemente, convertirse en un monitor sustituto que con el tiempo podría reemplazar colectivamente a los NIFs estatales. Aun así, la atracción sustituta de este enfoque es que se “auto ejecuta” y no requiere implementación judicial para desalentar los concursos por la búsqueda de control⁽¹¹⁵⁾.

4.2.2 Estándares de listado en la bolsa de valores.

Mucho antes que hubiera una SEC en los Estados Unidos, la Bolsa de Valores de Nueva York (y la de Londres) habían tenido éxito en ganar la confianza del inversionista. Lo lograron imponiendo una revelación de información relativamente rigurosa y un listado de estándares y requisitos de transparencia que superaron a las que prevalecían en otros mercados. Las bolsas de valores no tienen incentivos ideales, no obstante, para la tarea del *enforcement*. Logran ganancias mediante el volumen del comercio y compiten para listar compañías. De manera similar, sus incentivos para tomar una acción de *enforcement* contra agentes de bolsa poderosos pueden ser también subóptimos. Por estas razones, por lo menos en una economía de transición, el control sobre el listado de estándares mejor debe pertenecer a una agencia del gobierno.

En este punto, el contraste entre las experiencias checas y polacas es particularmente instructivo. A fines de 1998, sólo 253 compañías comerciaban en la Bolsa de Valores de Varsovia, mientras que 1,716 firmas lo hacían en el mercado checo en 1996 -un *ratio* de casi 7:1, a pesar que la economía polaca eclipsaba a la considerable menor economía de la República Checa⁽¹¹⁶⁾-. Aun así, la Bolsa de Valores de Praga fue obligada a deslistar a más del 75% de sus compañías a fin de mantener su credibilidad⁽¹¹⁷⁾.

(115) Uso aquí “auto-ejecutada” en el mismo sentido que el término fue usado originalmente por los catedráticos Black y Kraakman. Ver BLACK y KRAAKMAN. Supra nota 13.

(116) Supra nota 26 y nota 48.

(117) Ver PISTOR. Supra nota 6, p.39 (1,301 de 1,716 firmas checas salieron bajo presión de los reguladores).

Por supuesto que si el intercambio bursátil es restringido, se desarrollarán sustitutos, incluyendo a mercados formalizados fuera de bolsa. Tales mercados pueden ser riesgosos y caracterizados por ofertas y prácticas dudosas. Qué así sea. Su potencial fracaso no debería poner en peligro al mercado de alta calidad. Sin duda, los mercados pueden autosegregarse naturalmente en mercados de alta calidad y menor calidad. En tiempos de presión económica, los mercados de menor calidad sufrirán un mayor declive.

Tal modelo permitiría tanto una privatización significativa (mayor, en especial, que aquella aun experimentada en el altamente atractivo sistema polaco), sin exponer el mercado de valores principal al mismo riesgo que el colapso de estilo checo. Podrían también concentrarse recursos de *enforcement* en el mercado de mayor calidad para mantener íntegra su reputación. Una meta de este esfuerzo sería convencer al portafolio de inversionistas extranjeros de que se puede confiar en el mercado de mayor calidad e incentivar su inversión en él.

4.2.3 El monitor óptimo.

Las experiencias polaca y checa representan extremos polares. Básicamente, el proceso de privatización checo se basó en altamente empresariales, pero legalmente limitados, monitores que en la forma de fondos de inversión surgieron más o menos espontáneamente. En contraste, el enfoque polaco fue confiar en NIFs creados por el Estado y altamente controladas, cuyas habilidades empresariales e incentivos permanecen no probados. Ninguna elección parece óptima. Sin embargo, hay un tercer candidato obvio: el inversionista extranjero de portafolio existente. No solamente los inversionistas institucionales extranjeros tienen, relativamente, historias libres de escándalo (y reputaciones que desean conservar), sino que existe evidencia de que resultan monitores superiores. Un estudio reciente, usando *data* de la India durante los años 90, encuentra que los inversionistas institucionales extranjeros superaron

significativamente a las instituciones financieras nacionales como monitores corporativos⁽¹¹⁸⁾. Las instituciones financieras nacionales, concluía el estudio, tuvieron insuficientes incentivos o preparación para monitorear la administración o jugar un papel efectivo en el gobierno corporativo. En contraste, el accionariado institucional extranjero probó ser positivamente correlacionado con los cambios en *Tobin's q* (mientras que el accionariado institucional financiero nacional estaba realmente correlacionado negativamente con tales cambios)⁽¹¹⁹⁾. El hallazgo de que las instituciones financieras nacionales juegan sólo un modesto papel de monitoreo es consistente esencialmente con la experiencia checa y con hallazgos parecidos sobre la privatización rusa⁽¹²⁰⁾.

Igualmente importante, este estudio encontró que la inversión institucional extranjera sólo ocurre bajo circunstancias de alta transparencia (por ejemplo, las instituciones tienden a evitar la inversión en grupos afiliados de negocios). Por tanto, una bolsa de valores con listados de requisitos rigurosos y alta transparencia parece tener mucha probabilidad de atraer a los más efectivos y experimentados monitores corporativos. A su vez, como el listado en las bolsas de valores es visto para atraer valores representativos de capital extranjero, la disposición de otras compañías para listar y aceptar tales condiciones puede incrementarse. Para estar seguro, esta estrategia tiene sus limitaciones: pequeña capitalización corporativa y países de pequeños mercados tienden a ser ignorados por los inversionistas institucionales. Pero ésa no es razón para rechazar una respuesta parcial.

Por supuesto, se puede hacer más para atraer a los inversionistas extranjeros. Mientras el uso de la privatización *voucher* fue necesaria políticamente al comienzo de las privatizaciones por una serie de razones, las ventas contemporáneas de las acciones estatales que quedan en empresas parcialmente privatizadas, pueden hacerse mediante subastas a las cuales los inversionistas institucionales extranjeros son invitados de manera específica.

(118) Ver KHANNA, Tarun y PALEPU, Krishna. *Emerging Market Business, Foreign Investors and Corporate Governance* (NBER. Documento de Trabajo 6955, febrero de 1999).

(119) *Ibid* p.19.

(120) Ver a modo general, FRYDMAN, R.; PHELPS, E.; RAPACZYNSKI, A. y Shleifer, A. *Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe*. En: *Economics of Transition* 171 (1993).

Los sistemas de Derecho Civil pueden proteger bien a los accionistas minoritarios contra las formas de abuso conocidas hace tiempo, pero no contra los abusos que no han visto (...). Por tanto, dejan a los accionistas minoritarios en un sistema de accionariado disperso expuestos a un barullo, en que el ganador se llevará todo

4.3 Reforma legislativa.

La experiencia checa con el *tunneling* sugiere que por lo menos el sistema de Derecho Civil alemán de gobierno corporativo expone innecesariamente a los accionistas minoritarios a los riesgos de expropiación. Los problemas clave se centran en la divulgación de información y en el *enforcement*.

4.3.1 Apreciación global.

Debido a que los sistemas de gobierno corporativo de accionariado concentrado tienen pocas compañías en las cuales la mayoría de las acciones son de propiedad del público inversionista (i.e., accionistas sin control), su enfoque ha sido el de proteger a los accionistas minoritarios de los accionistas con el control, no de la administración. La administración, se asume, puede ser controlada por un directorio supervisor. De esta manera, la Ley alemana no autoriza una acción derivativa al estilo americano, en la cual un pequeño accionista puede originar que la compañía demande a su administración. En vez de esto, se entrega este rol a un directorio supervisor.

Pero la privatización crea inherentemente compañías públicas con accionariado disperso y, por tanto, surge el peligro de expropiación gerencial (posiblemente a través de la conspiración con algunos

accionistas mayoritarios). En resumen, hay un problema de acoplamiento: un sistema de reglas legales diseñado para tratar con el accionariado concentrado, funciona menos bien cuando se confronta con fenómenos de accionariado disperso.

4.3.2 Divulgación de información.

La Ley alemana hace que el director ejecutivo sea responsable si es que, intencional o negligentemente, no evita que la sociedad haga negocios con una compañía vinculada a él, en caso de desventaja para aquella⁽¹²¹⁾. Pero la Ley alemana no obliga al director a revelar ningún interés personal financiero que éste tenga en la transacción propuesta a la sociedad⁽¹²²⁾. Aún cuando se requiera la revelación (como lo es en el caso de transacciones de corporaciones matrices y sus subsidiarias en las que ejercen el control, dentro de un *Konzern* o grupo vinculado), la divulgación sólo debe darse a un directorio supervisor, no a los accionistas. Esto hace que cualquier derecho a demandar sea teórico, si los accionistas no tienen conocimiento de las causas que podrían generar sus objeciones. Esta técnica no es nada nueva o novedosa y ha sido sostenida hace tiempo por los mismos académicos alemanes⁽¹²³⁾. No obstante, aun si se requiriera la revelación (como seguramente debe ser) e incluso si se permitiera una acción derivativa, podría tener poco impacto a menos que se permitieran los pactos de cuota *litis* u honorarios de éxito al estilo americano -y esto parece poco probable, considerando los reparos que los abogados civiles expresan a tal sistema-. Como se discute posteriormente, se debe requerir la revelación de información a los accionistas, lo que podría ser ejecutado mediante los estándares de listado.

4.3.3 Transacciones en beneficio propio: estándares de listado *versus* reglas profilácticas.

Parece existir consenso en que no es realista colocar altas expectativas tanto en el Poder Judicial

(121) Me baso en este punto en el consejo del catedrático Theodor Baums de la Universidad de Osnabruck para esta afirmación, quien cita la sección 93 del Acta de Sociedades Anónimas alemana.

(122) En esta afirmación nuevamente me baso en el profesor Baums. Ver también WENGER, Ekkehard y KASERER, Christogh. *The German System of Corporate Governance: A Model That Should Not Be Imitated*, (Documento de Trabajo) pp. 27-29 (discutiendo la ausencia de obligaciones para la divulgación de información bajo la Ley Societaria alemana y la debilidad del sistema de poderes alemán).

(123) Ver texto supra nota 96 y 110.

como en directores independientes en las economías transicionales⁽¹²⁴⁾. Es posible que los jueces hagan cumplir satisfactoriamente sólo las reglas extremadamente claras. Así, parece malo aconsejar, hacer de la intención de prueba o el propósito o la mala fe, elementos necesarios de cualquier causal de acción, ya que esto aumenta la impredecibilidad de los resultados. Pero esta premisa conduce a dos problemas inmediatos: (i) las leyes de los Estados Unidos y el Reino Unido no prohíben las transacciones en beneficio propio, sino que los sujetan a una variedad de estándares altamente matizados; y (ii) en muchas economías transicionales, grupos vinculados de negocios son la norma, lo que significa que las transacciones entre las empresas de tales grupos vinculados serán comunes. No obstante, tales transacciones a menudo se pueden usar para expropiar la riqueza de los inversionistas minoritarios.

Este dilema se puede enfrentar en un número de formas. La ley societaria podría simplemente impedir las transacciones en beneficio propio (o hacerla tan incierta legalmente como para establecer una penalidad prohibitiva sobre ella). Esto fue esencialmente lo que la Ley de los Estados Unidos hizo a partir de los fines del siglo XIX, cuando los Estados Unidos fue en sí misma una economía transicional⁽¹²⁵⁾. Potencialmente, dicha regla profiláctica duraría sólo durante el tiempo que demoraría en madurar la economía transicional (que, nuevamente, es la experiencia americana). Pero este enfoque podría requerir dismantelar todos los grupos vinculados, y esto podría ser perjudicial económicamente e impráctico políticamente.

La otra, alternativa más factible, sería los estándares de listado impuestos por el Estado, que mantendría a los miembros de los grupos vinculados fuera del intercambio de “alta calidad”, por lo menos si sus transacciones entre empresas redujeran la transparencia. Esto colocaría un costo considerable en las transacciones en beneficio propio (negando el acceso fácil de los miembros de grupos vinculados, a los mercados de valores representativos de capital), pero el costo probablemente no es prohibitivo. Esas firmas que realmente encontraron membrecía en un grupo afiliado

para ser eficiente, probablemente todavía podrían obtener valores representativos de capital de un mecanismo centralizado extrabursátil. Más importante aún, esta opción obliga a una firma a escoger entre un sistema de gobierno de “accionariado disperso” *versus* uno de “accionariado concentrado” y señala a los inversionistas institucionales que un mercado de capital de alta calidad está proyectado sólo para firmas que hubiesen elegido acomodarse en el primero de los sistemas mencionados el sistema anterior.

Complementando esta prohibición del listado de miembros de un grupo de negocios vinculado (distinto que la empresa matriz) se incluiría reglas que prevengan la realización de transacciones en beneficio propio por la administración, accionistas con el control u otros *insiders*. Por supuesto, tales reglas se enfocarían solamente en (i) transacciones materiales para los accionistas (excluyendo, por ejemplo, las compensaciones ordinarias), y (ii) transacciones que pudieran ser fácilmente monitoreadas (por ejemplo, las compras y las ventas de divisiones corporativas o activos corporativos significativos por personas vinculadas con la administración). Algunas transacciones de baja visibilidad escaparían del alcance de estas reglas y algunas violaciones escaparían a la detección, inevitablemente. Pero si el *enforcement* de estas reglas se delegara a la jurisdicción de la Comisión Nacional de Valores (en lugar de la respectiva bolsa), este sistema se podría implementar con respecto a las más grandes y más importantes corporaciones en la jurisdicción- sin depender de costosos e inciertos litigios. Durante el tiempo, tal sistema podría crear su propia cultura de cumplimiento, con firmas pequeñas buscando entrar en el sistema según su evolución. En efecto, entrar en el mercado de “alta calidad” constituiría un dispositivo de afianzamiento mediante el cual las firmas podrían asegurar a los inversionistas un tratamiento justo y, a través de ello, bajar sus costo de capital.

4.3.4 Adquisición del control.

Después de repetidos escándalos en el mercado de valores checo, se adoptó una reforma de la legislación en 1996 que introdujo básicamente un

(124) Para una sólida y sensible sustentación de esta perspectiva, ver BLACK y KRAAKMAN. *Supra* nota 13 pp.1925-1927.

(125) La cambiante actitud de la Ley americana y la progresión de la prohibición de plano de la transacción fiduciaria en beneficio propio a una mayor tolerancia, es reseñada en MARSH, Harold (Jr). *Are Directors Trustees? Conflicts of Interest and Corporate Morality*. En: 22 *Bus. Law.* 35 (noviembre de 1966).

elemento clave del sistema británico de gobierno corporativo: a saber, ninguna persona podía cruzar cierto umbral de participación en el accionariado, a menos que haga una oferta pública de adquisición por todas las acciones de la empresa. La Ley polaca de manera interesante ya tenía tal limitación desde sus comienzos⁽¹²⁶⁾. Bajo la legislación checa, una vez que una persona cruzaba cualquiera de los umbrales del 50%, 66 2/3% o 75%, se requería a tal persona que hiciera una oferta pública de adquisición por las acciones restantes dentro de los 60 días posteriores, a un precio igual al precio promedio en el mercado sobre los últimos seis meses⁽¹²⁷⁾. Conceptualmente, esto protege al minoritario, pero parecerían haber serias imperfecciones en el diseño particular de este sistema. Por ejemplo, el control se puede obtener fácilmente cerca del nivel de 50%, en cuyo punto el accionista con el control puede empezar a explotar al minoritario (reteniendo dividendos, comprometiéndose en transacciones en beneficio propio, etc.). Una vez que tal conducta ocurre o es señalada, el precio de acciones de la compañía predeciblemente debería bajar. De esta manera, cuando el accionista con el control elige cruzar el umbral del 50%, el precio de la acción ya debe desinflarse por debajo de su verdadero valor. Como resultado, para que este remedio funcione, parece necesario un umbral inferior (digamos, 20%).

En un régimen legal que permita a los accionistas agregar acciones hasta un 25%, pero que requiera una oferta pública de adquisición para el resto, muchos se detendrían en el nivel del 25%. Esto no parece indeseable. Alguna evidencia sugiere que tales accionistas mayoritarios, pero sin el control, mejoran el valor de la firma resolviendo parcialmente el problema de la acción colectiva inherente a la propiedad dispersa⁽¹²⁸⁾. En un mundo donde los controles legales son débiles, trazar dicha línea puede ser la reforma más práctica que puede ser fácilmente monitoreada y ejecutada.

Empero, para funcionar, debe requerirse más que la simple obligación de hacer una oferta pública de adquisición al precio promedio del período más reciente. Tal regla permite al accionista mayoritario beneficiarse de información material no divulgada y puede ser estimulado por sospechosos accionistas minoritarios, quienes intuyen que la firma tiene un valor oculto. Aunque, por supuesto, se debe requerir amplia revelación de información en relación con esta oferta, en este contexto tal divulgación puede tener un efecto contra productivo, inclusive perverso: si los accionistas se enteran que la firma tiene mayor valor que el reconocido por el mercado con anterioridad, estimularán la oferta -y, de allí en adelante, se expondrán a la explotación por los nuevos accionistas con control si tienen éxito en obtener una participación de control. En consecuencia, se debe ordenar una prima de control mínima. Por ejemplo, una prima de control del 20% sobre el promedio anterior del precio de mercado podría ser el mejor compromiso práctico. Esto encerrará a algunos accionistas en el nivel de 20%, quienes podrían haber sido más eficientes monitores corporativos si hubieran podido obtener una participación de control. No obstante, protege al accionista minoritario de los concursos de búsqueda de rentabilidad en que los participantes están principalmente queriendo realizar los beneficios privados del control.

Algunos objetarán que este enfoque no es eficiente porque desalienta el mercado de control societario y evita algunas adquisiciones potencialmente eficientes. Este costo parece altamente especulativo, pero en todo caso, debe ser equilibrado con las externalidades políticas y económicas causadas por las contiendas por el control entre los contendores que están primordialmente buscando la consecución de los beneficios privados del control. Cuando la mayoría en el accionariado da el derecho *de facto* para expropiar a la minoría de su participación en la compañía, parece mejor requerir al buscador de control que ofrezca

(126) Polonia usa el límite del 33 1/3%, lo cual es una definición más significativa del verdadero control *de facto*; también, este nivel corresponde al monto asignado al NFI líder en cada compañía privatizada. Ver PISTOR. Supra nota 6 pp.37-38.

(127) Irónicamente, la ley checa ya había limitado a cualquier fondo de inversión en privatización a la propiedad de un 20% de los valores representativos de capital de cualquier forma. Ver COFFEE. Supra nota 33. Pero estas reglas fueron fácilmente evadidas, tanto por usar fondos múltiples dirigidos por el mismo gerente de inversión o, en definitiva, deshaciendo la empresa como fondo y convirtiéndola en una compañía *holding* no regulada.

(128) Ver SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 J. Pol. Econ. 461 (1988) (encontrándose en las firmas americanas que el valor de la firma debe maximizarse cuando existe un accionista grande pero sin el control).

adquirir el 100% del accionariado y de allí sacar a la empresa del mercado público.

5 Conclusión.

¿Por qué los sistemas de *Common Law* superan a los sistemas de Derecho Civil en incentivar el accionariado disperso? Para evaluar inteligentemente esta pregunta se debe identificar sus componentes. Aunque la premisa de que diferentes sistemas legales alientan diferentes patrones de accionariado y diferentes sistemas de gobierno parece válida, la verdad es que todavía no comprendemos completamente la manera como los sistemas del *Common Law* proporcionan protección superior para los accionistas minoritarios. Efectivamente, las respuestas pueden variar ampliamente entre los sistemas del *Common Law*. No obstante, aunque no parece que se descubra una fórmula simple pronto, la mayor parte de la respuesta no parece estar en su ley societaria, sino en su sistema compartido de regulación de los mercados valores. Aunque las leyes de los Estados Unidos y el Reino Unido están lejos de ser idénticas y cada una regula las contiendas por el control de manera bastante diferente, cada una busca desalentar este tipo de carreras por el control y rentabilidad que se volvió endémica en la República Checa. Los elementos claves de este sistema -transparencia del accionariado, estándares altos de divulgación de información, restricciones sobre adquisiciones de estructuras que impiden a un accionista armar un bloque de control sin realizar una oferta pública de adquisición por todas las acciones, y estándares altos de listado- estuvieron por lo menos parcialmente presentes en Polonia, pero ausentes en la República Checa.

Con mayor generalidad, la privatización ha producido un desequilibrio conceptual: inherentemente, produce una propiedad inicialmente dispersa, pero bajo un régimen legal que intentó acomodar la concentración del accionariado. El resultado necesariamente es de corta vida. En esta idea, la crítica formulada por La Porta y otros respecto a que los sistemas de Derecho Civil fallan en proporcionar protecciones para los minoritarios necesita ser reformulada⁽¹²⁹⁾. Los sistemas de Derecho Civil pueden proteger bien a los accionistas

minoritarios contra las formas de abuso conocidas hace tiempo en lo sistemas de accionariado concentrado (típicamente, el dominio del accionista con control). Pero los sistemas de Derecho Civil no atacan los abusos que no han visto (tal como el robo de la prima de control en una explotadora toma de control parcial). Por tanto, dejan a los accionistas minoritarios en un sistema de accionariado disperso expuestos a un barullo, en que el ganador se llevará todo, por el control. La privatización, por supuesto, crea sólo ese sistema de accionariado disperso que es vulnerable a esta forma de abuso. De modo más general, los sistemas de voto, poderes y de divulgación bajo el enfoque del Derecho Civil alemán no contemplan que los accionistas minoritarios jugarán un papel activo. Esta premisa puede ser válida en su ambiente, pero cuando se aplica este sistema a las compañías privatizadas, obliga a la transición hacia el accionariado concentrado. En vez de ver la transición como algo inevitable, los planeadores de políticas deben reconocer que es un producto de las fuerzas dominantes en el ambiente legal y de mercado.

El que haya diferencias en estilo judicial y comportamiento entre los sistemas del *Common Law* y del Derecho Civil parece más debatible. Un problema con cualquiera de estas comparaciones es que la presunta homogeneidad de los sistemas del *Common Law* también parece sospechosa. Los Estados Unidos y el Reino Unido han alcanzado una convergencia funcional pero no formal. La ausencia efectiva de acciones de litigio en el Reino Unido disponibles para los accionistas minoritarios, sugiere que la combinación de estándares altos de divulgación y un mercado activo y no limitado de toma de control pueden constituir un sustituto efectivo y funcional para el litigio (u otros remedios que están más disponibles en los Estados Unidos). Legalmente, tanto puede separar a los Estados Unidos y el Reino Unido como puede unirlos. Hasta el punto que uno se muestra escéptico de la habilidad del Poder Judicial en las economías transicionales para restringir el oportunismo, la respuesta estratégica debe estar en el uso de los remedios de auto-cumplimiento y los NIFs polacos pueden suministrar el mejor ejemplo factible de dicha reforma estructural.

(129) Ver fuentes citadas en supra. nota 2.

Las actitudes de los académicos claramente están cambiando. Donde no hace mucho el accionariado concentrado fue visto como eficiente y el accionariado disperso fue tomado por algunos como implícito sobre regulación de inversionistas institucionales⁽¹³⁰⁾, hoy, la concentración del accionariado es vista por otros como una medida de protección débil de los accionistas minoritarios. Predeciblemente, las modas académicas cambiarán de nuevo, pero el tema crítico es uno aplicado: ¿cómo establecer mercados de valores fuertes? Aquí la *data* desde el resultado de la crisis

financiera asiática sugiere que la protección de los minoritarios parece ser una necesaria, pero no suficiente, condición para el surgimiento de mercados de valores viables⁽¹³¹⁾.

La línea de fondo, como es usual, es que aquellos ignorantes de la historia están destinados a repetirla. La privatización “rápida” que no va acompañada de la protección de los accionistas minoritarios y estándares de divulgación adecuados producirán expropiación y búsqueda de rentabilidad. Llamar a esto inevitable es sólo afirmar que la ignorancia es inevitable. ~~JE~~

(130) Ver ROE, Mark. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (1994).

(131) Ver texto supra nota 83-87.