
El fin de la historia para el Derecho Corporativo^(*)

Henry Hansmann

Profesor de la Escuela de Derecho de la Universidad de Yale

Reinier Kraakman

Profesor de la Escuela de Derecho de la Universidad de Harvard

Introducción.

Estudios recientes han enfatizado diferencias institucionales en temas de gobierno corporativo, mercado de capitales, y trato legislativo entre compañías europeas, americanas y japonesas⁽¹⁾. A pesar de las diferencias existentes en los sistemas corporativos, la tendencia más arraigada, como lo ha sido desde el siglo diecinueve, apunta a la convergencia. La regla fundamental del gobierno corporativo -en realidad, de la mayoría del Derecho Corporativo- ha alcanzado un alto grado de uniformidad a través de mercados desarrollados y una continua convergencia hacia un modelo único resulta probable. Los principales aspectos legales de la forma corporativa se encontraban ya bien establecidos en jurisdicciones avanzadas hace cien años, al comienzo del siglo veinte. A pesar de que existía, durante el siglo diecinueve, espacio suficiente para el cambio en lo que a prácticas de gobierno corporativo y a la estructura del Derecho Corporativo se refiere, las presiones para una mayor convergencia están creciendo rápidamente. Fundamental entre estas presiones resulta el reciente dominio en el Derecho Corporativo de una postura que tiene como eje central al accionista, la referida postura se ha establecido en empresas, gobiernos y élites legales en jurisdicciones comerciales clave. Actualmente

ya no existe ningún contendor a la idea de que el Derecho Corporativo debe principalmente esforzarse por incrementar el valor a largo plazo de las participaciones accionarias. Este emergente consenso ya ha afectado profundamente las prácticas de gobierno corporativo alrededor del mundo. Es sólo cuestión de tiempo antes que su influencia se sienta en la reforma del propio Derecho Corporativo.

1. Pasado convergente: el ascenso de la forma corporativa.

Debemos comenzar reconociendo que el Derecho Corporativo ya había alcanzado un significativo grado de convergencia mundial a fines del siglo diecinueve. Para ese entonces, empresas en cada jurisdicción comercial importante se habían organizado bajo la forma corporativa y los aspectos funcionales centrales de dicha forma eran esencialmente idénticos a lo largo de las citadas jurisdicciones. Estos aspectos, que continúan caracterizando a la forma corporativa hoy en día, son: (1) personería jurídica distinta de la de sus propietarios, incluyendo facultades claramente establecidas para obligar a la firma mediante contratos y para vincular dichos contratos con activos de propiedad de la firma, distintos de los de propiedad de sus accionistas⁽²⁾; (2) responsabilidad limitada para

(*) El título original del presente artículo es *The End of History for Corporate Law* y fue publicado por el Georgetown Law Journal en enero de 2001. La traducción del presente artículo, con expresa autorización de los autores, estuvo a cargo de Juan Pablo Porto Urrutia, miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas. Agradecemos sinceramente a Alfonso Montoya Stahl por colaborar en la gestión de la autorización del artículo.

(1) Ver por ejemplo: BLACK, Bernard S. y John. C. COFFEE Jr. *Hail Britannia?: Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997 (1994); GILSON, Ronald J. y Mark J. ROE. *Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization*, 102 Yale L. J. 871 (1993); Mark J. ROE. *Some Differences in company Structure in Germany, Japan and the United States*. 102 Yale L. J. 1927 (1993).

(2) Ver HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. *The Essential Role of Organizational Law*. Yale L. J. (próxima edición en 2000).

propietarios y administradores; (3) copropiedad entre inversionistas de capital; (4) administración delegada bajo la estructura de un directorio; y (5) acciones transferibles. Estas características centrales, tanto de manera individual como de forma combinada, resultan eficientes al momento de organizar grandes empresas con múltiples propietarios que han pasado a dominar las economías de mercado más desarrolladas. Exploraremos dichas eficiencias en detalle en alguna otra oportunidad⁽³⁾. Lo importante aquí es notar que mientras estas características y sus respectivas eficiencias resultan ahora comunes, antes del siglo diecinueve sólo un puñado de empresas combinaban esas cinco características. La empresa de capital articulado con acciones transferibles no se prestaba para actividades lucrativas en Inglaterra hasta 1844 y la responsabilidad limitada no se incorporó a la forma hasta 1855⁽⁴⁾. Mientras algunos estados norteamericanos desarrollaron la forma para uso general algunos años antes, los estatutos de todos los negocios corporativos aparecen muchos años después de 1800. Sin embargo, alrededor de 1900 en cada una de las principales jurisdicciones comerciales se había desarrollado por lo menos una empresa que se regía por las cinco características anteriormente definidas como reglas estructurales; y esto se ha mantenido desde entonces. A pesar de todo, ya existía una fuerte y rápida convergencia hace un siglo respecto a los elementos básicos del Derecho Corporativo. En general, sólo en las estructuras más detalladas del Derecho Corporativo es que las jurisdicciones han variado significativamente desde ese entonces.

Las cinco características básicas de la forma corporativa permiten, por su naturaleza, una empresa que responde enérgicamente a los intereses de sus accionistas. Sin embargo, estas características no definían necesariamente cómo debían adecuarse los intereses de otros participantes en la empresa, tales como empleados, acreedores, proveedores, clientes o la sociedad en su conjunto. Tampoco definían la forma en que los conflictos de intereses entre accionistas - particularmente entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios- se deberían resolver. A través de gran parte del siglo veinte se ha debatido sobre estos temas y experimentado con aproximaciones alternativas.

2. El modelo orientado al accionista (o modelo *standard*).

Años recientes, sin embargo, han mostrado una fuerte evidencia respecto a un creciente consenso sobre estos asuntos entre las élites académicas, empresariales y gubernamentales en las principales jurisdicciones. Los elementos principales de este consenso emergente son que el máximo control de la empresa debe recaer en mano de los accionistas; a los administradores se les debe encomendar la obligación de conducir la empresa salvaguardando dichos intereses; otros componentes de la empresa, como acreedores, empleados, proveedores, y clientes, deben proteger sus intereses mediante vías contractuales y regulatorias, en vez de que se les entregue participación en el gobierno corporativo; los accionistas minoritarios deben recibir una fuerte protección ante el abuso de los accionistas mayoritarios; y el valor de mercado de las acciones que se negocian públicamente es la medida principal del interés del accionista. En un afán simplificador debemos referirnos a la visión de la empresa recogida por estos elementos como “el modelo *standard* de forma corporativa orientado al accionista” (o simplemente “el modelo *standard*”). En el extremo que el Derecho Corporativo pretende implementar este modelo *standard*, el referido consenso respecto a las formas apropiadas de manejar los asuntos corporativos es también un consenso respecto al apropiado contenido del Derecho Corporativo y es probable que tenga profundos efectos sobre la estructura del citado Derecho.

2.1. ¿En interés de quién?

Actualmente existe un amplio consenso normativo en el sentido de que los administradores de las empresas deben ser responsables sólo frente a los accionistas, resultado de un amplio desencanto respecto a un privilegiado rol para los administradores, empleados, o el mismo Estado en asuntos corporativos. Esto no busca decir que existe acuerdo respecto a que las corporaciones deben ser manejadas teniendo en cuenta únicamente el interés de los accionistas -menos aún que la ley busque ese resultado. Todo sujeto pensante considera que las empresas se deben de organizar y operar para servir a los intereses de la

(3) Ver HANSMANN, Henry. *The Ownership of Enterprise* (1996); HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. *What is Corporate Law?* En: *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. (Reiner Kraakman y otros. Próxima edición en 2001).

(4) Ver BLUMBERG, Phillip. *The Law of Corporate Groups: Substantive Law*. 9-20 (1988).

sociedad como conjunto y que los intereses de los accionistas no merecen mayor preponderancia, en este cálculo social, que los intereses de cualquier otro miembro de la sociedad. El punto es simplemente que actualmente, consecuencia tanto de la lógica como de la experiencia, existe convergencia respecto al consenso que el mejor medio para alcanzar este fin (la persecución de bienestar social agregado) es hacer a los administradores de las corporaciones fuertemente responsables respecto a los intereses de los accionistas y, al menos en términos directos, sólo respecto a esos intereses. De ellos se desprende que incluso quienes proponen la extrema “teoría de la concesión” pueden buenamente aceptar la primacía del interés de los accionistas⁽⁵⁾. Sin lugar a dudas, aseverar la primacía de los intereses accionarios en el Derecho Corporativo no supone que los intereses de los *stakeholders*⁽ⁱ⁾ deban o puedan ser desprotegidos. Ello solamente indica que el mecanismo legal más eficaz para proteger los intereses de aquellos que no son accionistas -o por lo menos todos los sujetos distintos a los acreedores- se encuentra fuera del Derecho Corporativo. Para los trabajadores esto significa una adecuada legislación de contratación laboral, pensiones, seguridad social y leyes antidiscriminatorias. Para los consumidores incluye regulación respecto a la seguridad de los productos, leyes de garantía, responsabilidad por daños, leyes antimonopolio e información obligatoria sobre el contenido y características de los productos. Para el público en general, incluye leyes ambientales, inmisiones y daños masivos. Los acreedores resultan hasta cierto punto una excepción. Persiste un acuerdo general relativo a que el Derecho Corporativo debe regular directamente algunos aspectos de las relaciones entre las empresas y sus acreedores. Ejemplos conspicuos incluyen reglas referidas al levantamiento del velo societario y límites a la

distribución de dividendos en casos de capital inadecuado. La razón detrás de estas reglas es que la figura del acreedor conlleva problemas únicos referidos a la figura integral de la empresa, debido principalmente a la presencia de responsabilidad limitada como una característica estructural de la forma corporativa. Sin embargo, este tipo de reglas resulta de ámbito limitado. Fuera de la bancarrota, estas reglas no están referidas a acreedores en gobiernos corporativos, sino más bien se encuentran restringidas a limitar la responsabilidad de los accionistas, utilizando la forma corporativa de manera oportunista para explotar a los acreedores.

2.2. ¿Qué accionistas?

El modelo orientado hacia el accionista, sin embargo, hace más que sólo aseverar la primacía del interés de los accionistas. Aseverar el interés de todos los accionistas, incluyendo a los accionistas minoritarios. Particularmente, es un principio central en el modelo *standard* que minorías o accionistas sin poder de control deben recibir una fuerte protección frente a la explotación a que pueden ser sujetos a manos de accionistas mayoritarios. En el caso de sociedades abiertas, esto significa que a todos los accionistas se les debe asegurar un derecho esencialmente igual al momento de reclamar utilidades a la empresa. Existen dos razones conspicuas para esta aproximación, centrándose ambas en motivos de eficiencia. En primer lugar, la ausencia de protección creíble a favor de accionistas minoritarios haría que las empresas tengan dificultad recaudando capital en el mercado de valores. En segundo lugar, los mecanismos mediante los cuales los accionistas mayoritarios desvían hacia ellos mismos desproporcionados porcentajes de beneficios empresariales comúnmente significan ineficientes opciones de inversión y políticas administrativas.

- (5) En un debate que corta a lo largo de las fronteras jurisdiccionales, proponentes de la visión que la corporación existe en virtud de una concesión estatal o privilegio también ha sido asociada con la visión que las corporaciones deben ser gobernadas en el interés de la sociedad -o todos los actores corporativos- en vez de en el interés privado de los accionistas. Ver, por ejemplo: DODD Jr., E. Merrick. *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* 45 *Harv. L. Rev.* 1145, 1148-50. 1932; MAHONEY, Paul G. *Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations*. University of Virginia School of Law, Working Paper. 1999. Contrariamente, proponentes de la visión que la corporación es en realidad un contrato entre inversionistas ha buscado que prevalezca el interés de los accionistas en cuestiones de gobierno corporativo. Desde nuestro punto de vista el debate tradicional entre las teorías del contrato y de la concesión está simplemente confundido. De un lado, corporaciones -sean “concesiones” o contratos- deberían ser reguladas cuando ello es de interés público. De otro lado, el modelo *standard* es, en realidad, una aseveración que el bienestar social se sirve mejor cuando se impulsa a los administradores a perseguir el interés de los accionistas.
- (i) El término *stakeholder* es uno que no encuentra referencia directa en nuestro idioma, en ese sentido a efecto del presente artículo se entenderá por *stakeholder*, tal como lo establece la doctrina, a cualquier sujeto, distinto a los accionistas (*shareholder*), que tenga un interés en la empresa.

2.3. La importación de la estructura de propiedad.

Suele decirse que el modelo de Derecho Corporativo orientado al accionista resulta adecuado únicamente en aquellas jurisdicciones en las que se encuentra gran cantidad de empresas con amplia base accionaria, como por ejemplo Estados Unidos y Gran Bretaña. Un modelo diferente resulta apropiado, suele decirse, en aquellas jurisdicciones en las que la propiedad se encuentra más concentrada, como por ejemplo las naciones de Europa continental. Esta visión, sin embargo, resulta poco convincente.

Sociedades con control concentrado, como por ejemplo empresas públicas, operan de manera más eficiente cuando la ley asegura que los administradores sean responsables ante los intereses de los accionistas y que los accionistas mayoritarios no saquen provecho de manera oportunista de los accionistas minoritarios. El modelo de primacía accionaria no privilegia lógicamente a ningún tipo de estructura de propiedad. Así, tanto accionariados concentrados como dispersos se han celebrado, en tiempos distintos, debido a su tendencia hacia el desarrollo de los intereses de los accionistas ante la inminencia de serios problemas de agencia.

Es igualmente importante que cada jurisdicción incluya un rango de estructuras de propiedad corporativa. Mientras que Estados Unidos y Gran Bretaña cuentan con muchas empresas grandes con una propiedad dispersa, ambos países poseen también un número mayor aún de empresas que se manejan de manera más cerrada. Similarmente, cada gran jurisdicción de Europa continental tiene por lo menos un puñado de empresas que cuentan con un accionariado ampliamente difundido, y el número de empresas con esas características está creciendo evidentemente. De lo dicho se desprende que cada jurisdicción debe tener un sistema de Derecho Corporativo adecuado para manejar la amplia gama de estructuras de propiedad. Así, tal como hubo una rápida cristalización de las características esenciales de la forma corporativa a fines del siglo diecinueve, a comienzos del siglo veintiuno estamos siendo testigos de una rápida convergencia en el modelo *standard* orientado hacia los accionistas como una visión normativa de

estructura y gobierno corporativo. Debemos también esperar que esta convergencia normativa produzca una convergencia sustancial en las prácticas de gobierno corporativo y en el Derecho Corporativo.

3. Fuerzas de convergencia ideológica.

Hay tres factores principales que llevan al consenso en el modelo *standard*: el fracaso de modelos alternativos, las presiones competitivas del comercio global y la reorientación de la influencia de grupos de interés en favor de una clase accionaria emergente. A continuación detallamos estos desarrollos.

3.1. El fracaso de modelos alternativos.

El debate e implementación de la estructura básica del Derecho Corporativo durante el siglo veinte se centró en las formas en que dicho Derecho se debería adaptar a los intereses de sujetos que no son accionistas. Así, las alternativas al modelo orientado al accionista se han centrado en el modelo orientado al administrador, el modelo orientado al trabajador y el modelo orientado al Estado. A pesar de que cada uno de estos tres modelos alternativos ha, en diversos puntos y en varias jurisdicciones, alcanzado algún éxito en la práctica, los tres han finalmente perdido mucho de su atractivo normativo.

3.1.1. El modelo orientado al administrador.

En los Estados Unidos, existía una importante corriente de pensamiento normativo desde la década de los 30 hasta la década de los 60 que ensalzaba las virtudes de otorgar una discreción sustancial a los administradores de grandes empresas. Merrick Dodd y John Kenneth Galbraith, por ejemplo, estaban claramente identificados con esta teoría; y Adolph Berle la adoptó de manera tardía en su vida⁽⁶⁾. En el centro de esta posición se encontraba la creencia de que los administradores profesionales podían desempeñarse como fiduciarios técnicos desinteresados que guiarían a la empresa para favorecer el interés general. La literatura sobre la responsabilidad social de las corporaciones, desarrollada durante la década de los

(6) Dodd y Berle llevan a cabo un debate clásico respecto a ello en la década de los 30, en la cual Dodd propugnaba la responsabilidad social de los administradores mientras que Berle buscaba la primacía de los intereses accionarios. Ver BERLE Jr., Adolph A. *Corporate Powers as Powers in Trust*. 44 Harv. L. Rev. 1049. 1931.; BERLE, Adolph A. *For Whom Corporate Managers Are Trustees*. A Note, 45 Harv. L. Rev. 1365, 1367-68. 1932; DODD Jr., E. Merrick. Op. Cit. 1145. Para la década de los 50, Berle reconoció, como lo había hecho Dodd, que la discreción con que deben contar los administradores como una virtud positiva que permite a los administradores actuar en interés de la sociedad en su conjunto. Ver: BERLE Jr., Adolph A. *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*. 107-10. 1959. John Kenneth Galbraith tomó una posición similar en *The New Industrial State*. Ver: GALBRAITH, John Kenneth. *The New Industrial State*. 1967.

50, puede entenderse como una encarnación de esta postura⁽⁷⁾.

El atractivo normativo de esta posición proporciona, discutiblemente, parte de la justificación de los varios desarrollos legales que se dieron en Estados Unidos en la década de los 50 y 60 que apuntaban a reforzar la autoridad discrecional de los administradores de empresas, como las reglas de la SEC⁽ⁱⁱ⁾ y la *Williams Act*⁽ⁱⁱⁱ⁾. El colapso del movimiento que se gestó en función al conglomerado de empresas durante las décadas de los 70 y 80, sin embargo, ampliamente destruyó el atractivo normativo del modelo administrativista. Actualmente, se entiende comúnmente que cuando los administradores son investidos de una gran discrecionalidad respecto de las políticas de inversión de la empresa, tienden a privilegiar de manera desproporcionada sus propios intereses, aunque se trate de administradores bien intencionados. Mientras que firmas desarrolladas bajo el modelo administrativista pueden resultar en algunos casos más eficientes al momento de responder a los intereses de quienes no son accionistas, aquellas empresas que están más dedicadas a servir a sus accionistas, pagan por operaciones ineficientes y excesiva inversión en proyectos de baja rentabilidad un costo que es ahora considerado demasiado elevado.

3.1.2. El modelo orientado al trabajador.

Los negocios a gran escala claramente presentan problemas de contratación laboral. Los contratos simples y la doctrina básica del Derecho Contractual resultan inadecuados en sí mismos para gobernar las relaciones a largo plazo entre los trabajadores y la empresa que los emplea -relaciones que se pueden ver afectadas por, entre otras cosas, asimetría de información. La negociación colectiva mediante sindicatos ha sido una aproximación a esos problemas -la misma que se encuentra fuera del Derecho Corporativo, dado que no es dependiente de la estructura organizativa de la empresa con que los trabajadores negocian. Otro enfoque, que sí incumbe

al Derecho Societario, ha sido involucrar a los empleados directamente en el gobierno corporativo mediante, por ejemplo, representación de los trabajadores en el directorio de la empresa. A pesar del importante papel que se dio a la participación de los trabajadores en el gobierno corporativo en Alemania, desde la República de Weimar, el enfoque dominante hasta la Segunda Guerra Mundial ha sido el sindicalismo. Luego, tras la guerra, numerosos experimentos referidos al tema de la participación de los trabajadores en el gobierno corporativo se empezaron a efectuar en Europa. Los resultados de estos experimentos resultan más conspicuos en Alemania donde, por leyes adoptadas inicialmente para las industrias del carbón y del hierro en 1951 y extendidas por etapas al resto de la industria alemana entre 1952 y 1976, los empleados tienen el derecho a elegir a la mitad de los miembros del directorio en todas las grandes empresas alemanas. Esta forma alemana de "codeterminación" ha sido el experimento más ambicioso referido a la participación de los trabajadores. Sin embargo, no es el único. Otros países europeos han experimentado de manera más modesta, requiriendo típicamente entre uno o tres representantes laborales en el directorio de las grandes corporaciones. Más aun, los holandeses han adoptado un modelo único para compañías domésticas que combina elementos de los modelos orientados al administrador, al trabajador y al Estado. Bajo la estructura del régimen holandés, los directorios de supervisión son autonombrados, aunque tanto los trabajadores como los accionistas mantienen el derecho a vetar a las personas nombradas. En caso de veto las cortes comerciales resuelven.

El entusiasmo respecto a la participación de los trabajadores llegó a su pico en los 70 con la expansión radical de la codeterminación en Alemania y el esbozo de la Quinta Directiva sobre Derecho Empresarial⁽⁸⁾ propuesta por la Comunidad Europea, bajo la cual la codeterminación alemana se extendería a todo Europa. La participación laboral también atrajo considerable atención en los Estados Unidos durante ese periodo,

(7) Ver BERLE. *Power Without Property*. GALBRAITH. Op. cit. Para una colección de ensayos sobre ambas posiciones en el tema de la responsabilidad de los administradores en relación al interés de la sociedad ver: MANSON, Edward (editor). *The Corporation in Modern Society*. 1959.

(ii) La SEC (Securities and Exchange Comision) es la comisión encargada de regular los valores mobiliarios en los Estados Unidos. Así, la SEC es la principal agencia regulatoria a nivel federal de la industria de los valores mobiliarios, siendo su responsabilidad promover la transferencia eficiente de información y proteger a los accionistas contra prácticas fraudulentas.

(iii) Legislación federal aprobada en 1966 mediante la cual se imponía la obligación de efectuar ofertas publicas.

(8) *Amended Proposal for a Fifth Directive Founded on Article 54(3)(g) of the Treaty Concerning the Structure of Public Limited Companies and the Powers and Obligations of their Organs*. 1983. O.J. (c 240) 2.

mientras el sindicalismo empezaba a perder su atractivo como medio para manejar los problemas de la contratación laboral y, de hecho, empezaba a desaparecer de la escena industrial. Desde ese entonces, la participación de los trabajadores en el gobierno de las empresas ha ido perdiendo poder como un ideal normativo. A pesar de repetidas adulteraciones, la Quinta Directiva nunca se convirtió en ley y parece muy improbable que la codeterminación alemana sea adoptada en otro lugar.

La creciente visión en estos días es que una significativa participación con voto de los trabajadores en asuntos corporativos tiende a producir decisiones ineficientes, parálisis o directorios débiles; y que estos costos posiblemente excedan cualquier beneficio potencial que la participación laboral pueda generar. La raíz del problema parece ser uno de control. Mientras que la participación directa de los trabajadores en la toma de decisiones de la empresa puede mitigar alguna de las ineficiencias que pueden acosar a la contratación laboral, la fuerza de trabajo en firmas típicas es demasiado heterogénea en sus intereses como para formar un cuerpo de gobierno efectivo -y los problemas se magnifican cuando los trabajadores deben compartir el control con los inversionistas, como sucede en empresas codeterminadas. En general, mecanismos contractuales, cualquiera sea su debilidad, son evidentemente superiores a la votación (cuando se encuentran complementados por una apropiada regulación laboral) y otros mecanismos colectivos destinados a resolver conflictos de intereses entre los inversionistas y los empleados⁽⁹⁾.

Hoy en día, incluso dentro de Alemania, son pocos los que defienden la codeterminación como un modelo general para el Derecho Corporativo en otras jurisdicciones. Al contrario, la codeterminación ahora tiende a ser defendida en Alemania como, a lo mucho, una adaptación laboral a intereses locales y circunstancias o, incluso de manera más modesta, como un experimento que, a pesar de su cuestionable valor, resultaría hoy políticamente complicado de deshacer⁽¹⁰⁾.

el modelo *standard* ganó su posición como modelo dominante (...) sacando ventaja a las otras tres alternativas (...): el modelo orientado hacia el administrador, el modelo orientado hacia el trabajador y el modelo orientado hacia el Estado.

3.1.3. El modelo orientado hacia el Estado.

Tanto antes como después de la Segunda Guerra Mundial, existía amplio sustento para un sistema corporativista en el cual el gobierno juegue un rol importante en el quehacer de las grandes empresas con la finalidad de brindar cierta certeza que las empresas privadas sirvan al interés público. La teoría pretendía que tecnócratas del gobierno ayudarían a evitar las deficiencias del mercado a través del ejercicio de una influencia directa en los asuntos corporativos. Esta aproximación fue adoptada de manera más extensa en la Francia de la post guerra y en Japón. En los Estados Unidos, a pesar de que hubo poca experimentación con esta aproximación fuera de las industrias de armas, el modelo atrajo considerable atención por parte de la élite intelectual. Quizás la posición más influyente del modelo orientada hacia el Estado en el mundo anglosajón fue el libro de Andrew Shonfield publicado en 1968 *Capitalismo moderno*, con su admirable descripción del planeamiento estatal adoptado por Francia y Japón⁽¹¹⁾. El fuerte rendimiento de la economía japonesa, y subsecuentemente el de otras economías asiáticas controladas por el Estado, le significó una sustantiva credibilidad a este modelo incluso en los años 80.

El instrumento principal de control estatal sobre asuntos empresariales en economías corporativistas

- (9) HANSMANN, Henry. Op. cit. 89-119. OTT, Claus y Hans-Bernd SHAFER (editores). *Problemen von Kollektiventscheidungen und theorie der Firma-Folgeringen für die Arbeitnehmermitbestimmung*. En: *Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts*; 287-305. HANSMANN, Henry. *Worker Participation and Corporate Governance*. 43 *U. Toronto L. J.* 589, 589-606. (1993). Sobre la debilidad de los directorios de empresas alemanas, ver por ejemplo: ROE, Mark. *German Securities Markets and German Codetermination*. *Colum. Bus. L. Rev.* 167. 1998.
- (10) Desde luego algunos especialistas continúan entendiendo la codeterminación como un elemento fundamental del modelo de gobierno corporativo exclusivo de Europa del Norte. Ver: ALBERT, Michel. *Capitalism vs. Capitalism*. 1993; trabajo en que el autor afirma básicamente la superioridad del "modelo capitalista del Rin" sobre el "modelo capitalista anglosajón". Incluso Albert está de acuerdo con el creciente poder ideológico del modelo corporativo orientado al accionista.
- (11) SHONFIELD, Andrew. *Modern Capitalism: The Changing Balance of Public and Private Power*. 84-89-5. 1968.

generalmente se encuentra fuera del Derecho Societario. Incluyen, por ejemplo, discreción sustancial en manos de burócratas gubernamentales sobre la asignación de créditos, intercambio exterior, licencias y exoneraciones para reglas anticompetencia. No obstante, el Derecho Corporativo también juega un rol, por ejemplo, debilitando el control de los accionistas sobre los administradores (para reducir las presiones sobre los administradores que podrían desempeñarse en contra de las preferencias del Estado) y utilizando sanciones criminales en vez de procesos civiles como sanción principal por una administración ilícita (dándole al Estado una gran autoridad discrecional sobre los administradores). Sin embargo, el modelo orientado hacia el Estado ha perdido gran parte de su atractivo. Una razón ha sido el alejamiento del socialismo en general como modelo político e intelectual. Hitos importantes en este camino incluyen el auge del *thatcherismo* en Inglaterra durante la década de los 70, el abandono por Mitterand de la propiedad estatal en la década de los 80 y el repentino colapso del comunismo casi en todo el mundo durante los 90. La relativa mala *performance* del sector empresarial japonés tras 1989, junto con el reciente colapso de otras economías asiáticas que se encontraban organizadas en base a líneas corporativistas, ha desacreditado aún más este modelo. Hoy, pocos asegurarían que dar al Estado una fuerte influencia en asuntos corporativos tendría algún atractivo normativo.

3.1.4. Modelos orientados hacia el *stakeholder*.

Durante la última década, la literatura sobre gobierno corporativo y la legislación corporativa a veces han defendido modelos orientados al *stakeholder* como una alternativa normativamente atractiva frente a una visión de la empresa orientada más a la figura del accionista. Los sujetos involucrados pueden ser empleados, acreedores, clientes o incluso grupos de interés más amplios como por ejemplo los beneficiarios de un ambiente bien conservado. Se argumenta que el *stakeholder* será sujeto de una

explotación oportunista por parte de la firma y de sus accionistas si es que los administradores responden sólo frente a los accionistas; de este modo el Derecho Corporativo debe asegurar que los administradores también respondan a los intereses de los *stakeholders*. Mientras que los modelos orientados a los *stakeholders* nacen con un problema común ellos postulan dos tipos diferentes de soluciones. Un grupo de los modelos orientados al *stakeholder* se aproximan a lo que se conoce como un modelo “fiduciario” de la empresa, en el cual el directorio funciona como un coordinador neutral de las contribuciones y ganancias de todos los *stakeholders* de la empresa. Bajo este modelo, sólo se da una representación directa en el directorio a los inversionistas. Otros *stakeholders* son protegidos relajando el deber de los directores de representar únicamente el interés de los accionistas, dando al directorio mayor discreción para proteger el interés de los demás *stakeholders*.

El modelo fiduciario encuentra su reconocimiento más explícito en la legislación norteamericana en la forma de estatutos que permiten a los administradores considerar intereses distintos a los de los accionistas con la finalidad de montar defensas contra tomas de control hostiles. Margaret Blair y Lynn Stout, sofisticadas defensoras americanas del modelo fiduciario, también reclaman encontrar apoyo para este modelo normativo en otros aspectos, más amplios, del Derecho Corporativo norteamericano⁽¹²⁾. En el Reino Unido, el modelo fiduciario es un elemento clave en el actual debate respecto a la labor de los directores corporativos⁽¹³⁾.

El segundo grupo de modelos orientados hacia el *stakeholder* reemplaza directamente a los representantes de los *stakeholders* por directores con deberes fiduciarios. En este modelo “representativo” de la corporación, dos o más grupos de *stakeholders* nombran representantes para la junta de directores, que luego elaboran políticas que maximizan el bienestar conjunto de todos los *stakeholders*, sujeto a la capacidad de negociación que cada grupo traiga a la

(12) Ver: BLAIR, Margaret M. y Lynn A. STOUT. *A Team Production Theory of Corporate Law*. 85 VA. L. REV. 247, 287-319. 1999.

(13) Ver: COMPANY LAW REFORM STEERING GROUP. *Modern Company Law for a Competitive Environment: The Strategic Framework*. 39-46. 1999. (la alternativa de mantener los existentes deberes directorales de seguir los intereses de los accionistas o reformular un deber plural respecto a los principales *stakeholders* con la finalidad de impulsar la inversión en la empresa). Sin embargo, tras la discusión y comentarios el grupo que propugna la reforma del Derecho Corporativo en el Reino Unido ha escogido una norma que proponga primacía del accionista, de acuerdo con el emergente consenso de estudiosos legales en todo lugar. Ver: COMPANY LAW REFORM STEERING GROUP. *Modern Company Law For a Competitive Economy: Developing the Framework*. 29-31 (2000) (*directors must act for the benefit of "members as a whole," that is, shareholders*).

mesa del directorio. De modo ideal el directorio debería funcionar como un fiduciario colectivo, aun cuando sus miembros de manera individual se mantienen como representantes de grupos determinados. Así, el directorio se convierte en una “coalición de grupos de *stakeholders*” y funciona como “una arena para que se dé la cooperación respecto a las funciones de monitoreo de la administración”, así como una arena para resolver “conflictos respecto a los distintos intereses de grupos específicos de *stakeholders*”⁽¹⁴⁾.

Ni el modelo fiduciario ni el modelo de representación de los *stakeholders*, sin embargo, constituyen una nueva aproximación a la empresa. Por el contrario, a pesar de la nueva retórica con que se presentan los modelos orientados hacia el *stakeholder*, y la teorización económica que suele acompañarlos, son en realidad sólo variantes de los antiguos modelos orientados hacia el administrador y hacia el trabajador. Los modelos orientados hacia el *stakeholder* del tipo fiduciario son en realidad únicamente reformulaciones del modelo orientado hacia el administrador, y sufren de las mismas debilidades. Mientras que los administradores designados pueden servir mejor los intereses de un tipo de *stakeholder*, como empleados o acreedores de la empresa, los intereses de los administradores tendrán una preeminencia desproporcionada al momento que tomen decisiones, con altos costos para algunos grupos de interés -como accionistas, clientes, y potenciales nuevos empleados y acreedores- los mismos que sobrepasan cualquier ganancia para los *stakeholders* beneficiados. Más aun, las cortes son evidentemente incapaces de formular cualquier tipo de deber fiduciario suficientemente refinado para asegurar que los administradores se comporten de manera justa y eficiente.

Los modelos orientados al *stakeholder* del tipo representativo se parecen al antiguo modelo orientado al trabajador, aunque generalizados para extenderse a otros *stakeholders* también, y asimismo se sujetan a sus mismas debilidades. La inclusión obligatoria de cualquier número de representantes de los *stakeholders* en el directorio probablemente impedirá o dificultará los procesos de toma de decisiones por parte de las corporaciones con consecuencias costosas que sobrepasan cualquier ganancia para el grupo que obtenga representación. Así, las mismas fuerzas que han desacreditado los antiguos modelos también están

minando el modelo orientado hacia el *stakeholder* como una alternativa viable al modelo *standard*.

3.2. Presiones competitivas hacia la convergencia.

El modelo orientado hacia el accionista ha emergido como el consenso normativo no sólo debido al fracaso de modelos alternativos, sino porque importantes fuerzas económicas han hecho que las virtudes de este modelo se incrementen. Existen, a grandes rasgos, tres formas mediante las cuales un modelo de gobierno corporativo puede ser reconocido como superior: por la lógica, por el ejemplo, y por la competencia. El consenso emergente a favor del modelo *standard* ha sido guiado con creciente intensidad por cada una de estas fuerzas en años recientes. A continuación las examinamos.

3.2.1. La lógica.

Una fuente importante del éxito del modelo *standard* es que, en recientes años, estudiosos y otros comentaristas en Derecho, Economía, y negocios han desarrollado razones persuasivas, antes mencionadas, para creer que este modelo ofrece mayor eficiencia que las principales alternativas. Una de estas razones es que, en la mayoría de circunstancias, el interés de los inversionistas en el mercado de valores -los demandantes residuales de la empresa- no puede ser adecuadamente protegido mediante vías contractuales. En vez de ello, a fin de proteger sus intereses, se les debe dar derecho a controlar la empresa. Una segunda razón es que, si el derecho de control otorgado a favor de los accionistas es fuerte y exclusivo, tendrán poderosos incentivos para maximizar el valor de la empresa. Una tercera razón es que el interés de los participantes en la empresa, distintos a los accionistas, puede ser protegido de manera sustancial por medio de contratos o una adecuada regulación, así que la maximización del valor de la empresa por parte de los accionistas complementa los intereses de aquellos otros participantes en vez de competir contra ellos. Una cuarta razón es que, aun cuando los medios contractuales y regulatorios ofrecen una protección imperfecta para los intereses de los no accionistas, adaptar la estructura de gobierno de la empresa para hacerla directamente responsable ante esos intereses genera más dificultades de las que resuelve.

(14) SMITH, Reinhard H. y Gerald SPINDLER. *Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity -A comment on Bebchuk and Roe*. Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series: Finance and Accounting. No. 27. 1999.

Este razonamiento, se encuentra reflejado hoy en día en gran parte de la literatura sobre gobierno corporativo y la economía de las empresas -una literatura que se está volviendo cada vez más internacional. La consecuencia es resaltar la situación económica para el modelo de gobierno orientado hacia el accionista. Adicionalmente, el persuasivo poder del modelo *standard* ha sido amplificado mediante su aceptación por medio de una amplia red de intermediarios corporativos incluyendo estudios de abogados internacionales, las cinco grandes firmas de auditoría y los principales bancos de inversión y firmas de consultoría -una red cuya rápida expansión en tamaño y alcance le da influencia excepcional en difundir el modelo *standard* de gobierno corporativo centrado en el accionista.

3.2.2. El ejemplo.

La segunda fuente del éxito del modelo *standard* de gobierno corporativo es el desenvolvimiento económico de las jurisdicciones en las que predomina. Una simple comparación a través de países adheridos a distintos modelos -por lo menos en muy recientes años- da credibilidad a la visión de que adherirse al modelo *standard* promueve mejores resultados económicos. Las jurisdicciones desarrolladas del *common law* han respondido bien en comparación con los principales países del Este Asiático y de Europa continental que se han alineado menos al modelo *standard*. Los principales ejemplos incluyen, por supuesto, el sólido desarrollo de la economía norteamericana en comparación con las más débiles economías de Alemania, Japón y Francia.

Uno podría seguramente objetar que el éxito del modelo orientado hacia el accionista es relativamente reciente y puede resultar efímero y que el aparente consenso normativo basado en ese éxito también lo será. Después de todo, hace sólo quince años muchos pensaban que las empresas japonesas y

alemanas, las que claramente no se organizaban de acuerdo al modelo orientado hacia el accionista estaban ganando la competencia y que esto se debía a haber adoptado una forma superior de gobierno corporativo⁽¹⁵⁾. Sin embargo, esta es probablemente una interpretación errónea de la naturaleza de la competencia económica en las últimas décadas y es seguramente distinta a la opinión prevaleciente. La competencia durante las décadas de los 60, 70 y comienzos de los 80 se llevaba a cabo entre empresas japonesas que se orientaban al Estado, empresas alemanas orientadas hacia los trabajadores y empresas americanas orientadas a los administradores. No fue hasta fines de los 80 que se pudo hablar de una amplia competencia internacional por parte de empresas organizadas bajo el modelo orientado hacia el accionista.

3.2.3. La competencia.

La creciente internacionalización de los mercados de productos y financieros ha suscitado el enfrentamiento de empresas que se encontraban adheridas a modelos distintos. Ahora es ampliamente entendido que las empresas organizadas y manejadas de acuerdo al modelo orientado hacia el accionista también han salido airoso de estos enfrentamientos más directos⁽¹⁶⁾. Se puede esperar que dichas empresas tengan mayores ventajas competitivas respecto a empresas adheridas a otro modelo. Estas ventajas incluyen acceso a capital en el mercado de valores a costos bajos (incluyendo capital para la puesta en marcha), un desarrollo de mercado más agresivo para nuevos productos⁽¹⁷⁾, incentivos más fuertes para reorganizarse de acuerdo a lineamientos que resulten administrativamente coherentes y un abandono más rápido de inversiones ineficientes. Estas ventajas competitivas no siempre implican que en el curso de la competencia entre empresas gobernadas por el modelo *standard* van a desplazar a aquellas organizadas bajo

(15) Para ser justos, los comentaristas americanos tendían a alabar el gobierno corporativo en Alemania y Japón pensando que se debía al modelo orientado al accionista. Así, fue la supuesta habilidad de los bancos alemanes de monitorear a los administradores y evaluar correctamente los proyectos de largo plazo lo que atrajeron la atención de la doctrina americana tras 1970, mas no la codeterminación o el modelo orientado al trabajador. Ver, por ejemplo: JACOBS, Michael T. *Short-term America: The Causes and Cures of our Business Myopia*. 69-71. 1991

(16) Estudios internacionales contienen evidencia indirecta de este efecto, como por ejemplo una encuesta reciente de *The Financial Times* realizada a altos ejecutivos para determinar las empresas más respetadas a nivel mundial. Cuatro de las cinco empresas más respetadas son americanas y operan bajo el modelo orientado al accionista (la quinta fue DaimlerChrysler que es "casi" americana para estos efectos). Del mismo modo, veintinueve de las cuarenta empresas eran o americanas o inglesas. Ver: FINANCIAL TIMES. *Annual Review. World's Most Respected Companies*. Londres; 1999.

(17) Ver: FRYDMAN, Roman y otros. *Why ownership matters? Entrepreneurship and Restructuring of Enterprises in Central Europe*. 1998; trabajo en el que afirma que las empresas privatizadas a propietarios externos fueron superiores a las empresas estatales y empresas privatizadas a trabajadores o administradores previos.

un modelo alternativo, por dos razones. En primer lugar, compañías operando bajo el modelo *standard* pueden ser menos eficientes que otras en diversos aspectos. Por ejemplo, las empresas japonesas y coreanas orientadas hacia el Estado han demostrado una gran eficiencia en la administración y expansión de procesos de producción estandarizados, mientras que empresas alemanas y holandesas como Daimler Benz y Philips (operando bajo modelos orientados al trabajador y a los administradores, respectivamente) han sido ampliamente reconocidas por sus avances en ingeniería e innovación técnica. Segundo, aún cuando las empresas que se desarrollan bajo el modelo *standard* son claramente más eficientes que sus competidores, las empresas desarrolladas bajo el modelo *standard* suelen ser más conscientes de los costos, razón por la que pueden abandonar ciertos mercados. Empresas menos eficientes organizadas bajo modelos alternativos pueden sobreinvertir o aceptar ganancias claramente bajas y así dominar un mercado de productos al ofrecer precios menores a los de sus competidores, los que buscan maximizar ganancias. Si las ventajas competitivas de las empresas dirigidas bajo el modelo *standard* no fuerzan necesariamente el desplazamiento de otras empresas en mercados establecidos, es probable que estas empresas organizadas bajo el modelo *standard* adquieran un porcentaje desproporcionado entre las nuevas empresas, en mercados de nuevos productos y en industrias que se encuentran en procesos de constante cambio, por las razones antes expuestas⁽¹⁸⁾. La habilidad de las referidas empresas para expandirse rápidamente en industrias en crecimiento se magnifica, más aun, por el acceso a inversores institucionales y a mercados internacionales, los que comprensiblemente prefieren gobiernos orientados hacia el accionista y resultan influyentes defensores del modelo *standard*. Los inversionistas, después de todo, están exclusivamente interesados en maximizar los resultados financieros que su inversión les pueda significar. Con el tiempo entonces, es probable que el modelo *standard* gane la pugna, confinando a otras formas de gobierno corporativo a

empresas antiguas y a mercados de productos de larga data. Mientras el ritmo del cambio tecnológico continúe acelerándose, estas ventajas competitivas deberían seguir aumentando.

3.3. El ascenso de la clase accionaria.

Relacionada con las fuerzas competitivas descritas, una última fuente de convergencia ideológica respecto al modelo *standard* es un realineamiento fundamental de la estructura de los grupos de interés en las economías desarrolladas. Al centro de este realineamiento se encuentra el surgimiento de una clase de accionistas que resulta ser un grupo de interés amplio y poderoso en asuntos tanto corporativos como políticos a lo largo de distintas jurisdicciones. Hay dos elementos en este realineamiento. El primero es la rápida expansión de la propiedad de valores mobiliarios en amplios segmentos de la sociedad, creando un coherente grupo de interés que representa una creciente fuerza de contrapeso al interés organizado de los administradores, los empleados y el mismo Estado. El segundo es el cambio de poder al interior de esta clase en expansión en favor de los intereses de la minoría y de los accionistas que no controladores de la empresa sobre el de los accionistas mayoritarios.

3.3.1. La expansión de la propiedad de acciones.

La tenencia de acciones se está volviendo más común⁽¹⁹⁾. Ya no es una actividad confinada a un pequeño grupo de ciudadanos adinerados. En los Estados Unidos, esta expansión se viene dando desde inicios del siglo veinte. En años recientes este proceso se ha acelerado sustancialmente. Desde la Segunda Guerra Mundial, un creciente número de trabajadores americanos ha invertido sus ahorros -fondos de pensiones- en valores mobiliarios. Durante el mismo periodo, la industria de los fondos mutuos también se ha expandido rápidamente, convirtiéndose en el depositario de un creciente porcentaje de ahorros no pensionarios para la población en su conjunto⁽²⁰⁾. Se ha empezado a ver desarrollos paralelos en Europa y Japón y, hasta cierto grado, en otros lugares, en la

(18) En este sentido, debe tomarse en cuenta que empresas pequeñas y medianas en cualquier jurisdicción se organizan bajo sistemas legales consistentes con el modelo *standard*. Así, los accionistas -y sólo los accionistas- escogen a los miembros del directorio de supervisión en la amplia mayoría de empresas alemanas y holandesas. Estas jurisdicciones imponen regímenes laborales o administrativos alternativos sólo en la minoría de firmas comparativamente grandes.

(19) La capitalización a través del mercado de valores como porcentaje del PBI ha crecido dramáticamente en virtualmente toda jurisdicción importante en los últimos veinte años. En la mayoría de países europeos, el crecimiento se ha dado en razón a un factor de tres o cuatro. Ver: THE ECONOMIST. *School Briefs: Stocks in Trade*; Nov. 13, 1999; pp. 85-86.

(20) Ver: THE GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE RESEARCH CENTER. THE CONFERENCE BOARD. *Institutional Investment Report: Patterns of Institutional Investment and Control in the United States* (1997).

medida en que se han desarrollado los mercados de valores mobiliarios⁽²¹⁾.

La creciente riqueza de las sociedades desarrolladas es un factor importante que subyace a estos cambios. Incluso los trabajadores de cuello azul tienen suficientes ahorros que justifican una inversión en el mercado de valores. El trabajo y el capital ya no constituyen grupos claramente diferenciados en la sociedad. Los trabajadores, mediante la propiedad de acciones, incrementan el interés económico que pueden compartir con otros tenedores de acciones. Es más, en los Estados Unidos, los fondos de pensiones de empleados presionan para que las empresas sean administradas en interés de sus accionistas⁽²²⁾.

3.3.2. La reorientación hacia los accionistas públicos.

Como lo sugiere el ejemplo de los fondos de pensiones de empleados, la expansión del accionariado es sólo un aspecto del ascenso de la clase accionaria. Otro aspecto es la nueva prominencia de instituciones importantes cuyos intereses coinciden con los de los accionistas públicos y que están preparados para articular y defender esos intereses. Los inversionistas institucionales, como fondos de pensiones o fondos mutuos -que son particularmente prominentes en los Estados Unidos y que están rápidamente creciendo en distintos lugares- son los ejemplos más conspicuos de estas instituciones. Las asociaciones de inversionistas minoritarios en países europeos son otro ejemplo. Estas instituciones no sólo tornan en efectiva la voz de los accionistas en pos de sus intereses, sino que promueven en particular el interés de accionistas dispersos en vez del de accionistas mayoritarios. El

resultado es que la tenencia de acciones entre el público en general, más amplia que nunca, está al mismo tiempo ganando una voz más sólida en asuntos corporativos. Más aun, las nuevas instituciones activistas orientadas al accionista están hoy en día actuando más que nunca a un nivel internacional. Como consecuencia, su influencia se extiende ahora más allá de su jurisdicción originaria⁽²³⁾. Por lo tanto, tenemos no sólo una ideología común sustentando el Derecho Corporativo que en su conjunto está orientado al accionista, sino también un organizado grupo de interés para presionar por esa ideología -un grupo de interés que es amplio, diverso y creciente internacionalmente entre sus miembros. En los Estados Unidos el efecto principal de la expansión y fortalecimiento de la clase accionaria se ha dado para trasladar el poder de los grupos de interés de los administradores hacia los accionistas. En Europa y Japón, el efecto más importante ha sido desviar el poder de los accionistas dominantes, de los trabajadores y del Estado⁽²⁴⁾.

3.4. Fuerzas débiles para la convergencia.

En el presente trabajo hemos abordado un número de situaciones que presionan hacia la convergencia internacional de un modelo standard relativamente uniforme de Derecho Corporativo. Estas situaciones incluyen la lógica interna de la eficiencia, la competencia, presión de parte de grupos de interés, imitación, y la necesidad de encontrar compatibilidad. Hemos ignorado ampliamente dos potenciales situaciones que podrían asimismo presionar hacia la convergencia: esfuerzos explícitos sobre armonización

- (21) Latinoamérica ofrece un ejemplo revelador. En 1981, Chile se convirtió en el primer país de la región en implementar un sistema privado de pensiones. Para 1995, Argentina, Colombia y Perú hicieron lo propio. Para 1996, un total de \$108 mil millones estaba bajo la administración de los fondos de pensiones en Latinoamérica, lo que desde entonces juega un rol importante en el desarrollo de los mercados de valores locales. En 1997, se estimaba que el total de activos ascendería a \$200 mil millones para el año 2000 y a \$600 mil millones para el 2011. Ver: LATIN FIN. *A Private Affair*. Diciembre de 1998. p. 61; FIDLER, Stephen. *Chile's Crusader for the Cause*. En: *Fin Times*. Londres, 14 de marzo de 1997; THE ECONOMIST. *Save Amigo Save*. 9 de diciembre de 1995.
- (22) Ver: SCHWAB, Stewart J. y Randall S. THOMAS. *Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, en: ESTREICHER S. (editor). *Employee Representation in the Emerging Workplace: Alternatives/Supplements to Collective Bargaining*. 1998.
- (23) Ver, por ejemplo, STEINMETZ, Greg y Michael R. SESIT. *Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World*. En: *Wall St. J.*; 4 de agosto de 1999 secciones A1 y A8 (describen a los inversionistas estadounidenses como iniciadores de importantes cambios en el control de las grandes compañías europeas).
- (24) Los signos de cambio en las redes de propiedad cruzada en las más importantes empresas japonesas y alemanas son de particular interés. La nueva legislación propuesta por el gobierno alemán eliminaría los pesados tributos sobre ganancias de capital (hasta cincuenta por ciento) a las ventas de acciones, lo que se prevé resultará en una amplia disolución de *holdings*. Ver: SIMONIAN, Haig. *Germany to End Tax on Sale of Cross-Holdings*. En: *Fin Times*; Londres, 24 de diciembre de 1999. En Japón, las estructuras "keiretsu" están empezando a relajarse como resultado de fusiones bancarias y presión competitiva para lograr mayores retornos de capital. Ver: ABRAHAMS, Paul y Gillian TETT. *The Circle is Broken*. En: *Fin Times*. Londres, 9 de noviembre de 1999.

transfronteriza (*cross-border*), y la competencia entre jurisdicciones por privilegios corporativos.

3.4.1. Armonización.

A la fecha, la Unión Europea ha sido el centro de los esfuerzos conscientes más intensos en busca de la armonización del Derecho Corporativo a lo largo de múltiples jurisdicciones. Sin embargo, este proceso ha probado ser una fuerza relativamente débil al momento de empujar hacia la convergencia. Donde existe una divergencia sustancial respecto al Derecho Corporativo entre Estados miembro los esfuerzos por armonizar generalmente han rendido pocos frutos. Más aún, frecuentemente las propuestas de armonización se han caracterizado por buscar imponer a lo largo de la Unión Europea medidas regulatorias de cuestionable eficiencia, resultando algunas veces la armonización como un esfuerzo que busca evitar el modelo *standard* en lugar de propiciarlo.

Por estas razones, las demás presiones que apuntan hacia la convergencia son probablemente mucho más importantes fuerzas de convergencia que lo que resultan ser los esfuerzos explícitos por armonizar. A lo más, esperamos que una vez que el consenso respecto a la adopción del modelo *standard* sea lo suficientemente sólido, la armonización puede servir como un pretexto para sobrepasar los objetivos de encarnizados grupos de interés nacionales que se resisten a la reforma del Derecho Corporativo dentro de Estados individuales.

3.4.2. Competencia por privilegios (*charters*).

La experiencia americana de competir entre jurisdicciones estatales sugiere que la competencia interestatal en pos de privilegios corporativos puede ser una fuerte influencia en busca de la convergencia del Derecho Corporativo y, en particular, de convergencia en pos de un modelo eficiente⁽²⁵⁾. Sin embargo, parece bastante plausible que las reglas legales necesarias para este tipo de competencia no se adoptarán en la mayoría de jurisdicciones hasta que no se haya llegado a una convergencia sustancial. Esperamos que los pasos más importantes hacia la convergencia se puedan y se den con relativa rapidez antes que la competencia interestatal explícita por privilegios sea permitida en la mayoría del mundo, y que el referido proceso será utilizado en última instancia como un medio para afinar los pequeños detalles de la

convergencia, experimentos menores y ajustes subsiguientes.

4. Convergencia de prácticas de gobierno.

Hasta este momento hemos intentado explicar las razones de convergencia ideológica detrás del modelo *standard* de gobierno corporativo. Nuestro argumento principal se da en este nivel normativo; sostenemos que a la fecha no se mantiene de manera persuasiva ningún competidor importante al modelo *standard* de gobierno corporativo. Esta pretensión es consistente con diferencias significativas en la práctica corporativa entre distintas jurisdicciones y con la legislación corporativa en el corto plazo; convergencia ideológica no significa necesariamente una convergencia rápida en la práctica. Existen muchos potenciales obstáculos para una rápida convergencia institucional, incluso donde existe consenso general sobre lo que constituye la mejor práctica. Sin embargo, creemos que el creciente consenso ideológico respecto al modelo *standard* tendrá importantes implicancias sobre la convergencia de la práctica y de la legislación en el largo plazo.

Esperamos que la reforma de las prácticas de gobierno corporativo precederán a la reforma del Derecho Corporativo, por la simple razón que las prácticas de gobierno son mayormente un tema de ordenamiento privado que no requieren de una acción legislativa. Eventos recientes en las jurisdicciones más desarrolladas -y en muchas en desarrollo- refuerzan esta predicción. Bajo la influencia de los cambios de ideología y de los grupos de interés antes señalados, la reforma del gobierno corporativo ya se ha convertido en el punto de referencia no sólo en Norte América sino también en Europa y Japón. Los propios sujetos están implementando cambios estructurales para acercar a sus empresas al modelo *standard*. En los Estados Unidos estos cambios incluyen el nombramiento de un gran número de directores independientes para que conformen el Directorio de la empresa, reducir la cantidad de miembros del Directorio, desarrollo de comités sólidos dominados por sujetos ajenos a la empresa (como comités de auditoría, comités de compensación y comités de nominación), vínculos más estrechos entre la retribución de los administradores y el valor de las acciones de la empresa, y una sólida comunicación entre los miembros del directorio y accionistas institucionales. En Europa y

(25) Ver: ROMANO, Roberta. *The Genius Of American Corporate Law*. 1993.

Japón, muchos de los mismos cambios se están llevando a cabo aunque con cierto retraso. Los ejemplos van desde la promulgación por parte de la OECD de los nuevos principios de gobierno corporativo, hasta decisiones recientes de empresas japonesas por reducir el número de directores e incluir directores que no ocupen cargos ejecutivos (siguiendo el ejemplo de Sony), a la rápida difusión del Plan de compensación mediante acciones para los administradores de más alto rango en el Reino Unido y las principales jurisdicciones de Europa continental.

5. Convergencia Legal.

No resulta una sorpresa que la convergencia respecto a la delicada estructura del Derecho Corporativo se dé de manera más pausada que la convergencia en las prácticas de gobierno. Sin embargo, esperamos que la presión accionaria (y el poder de la ideología orientada hacia el accionista) fuerce cambios legales graduales, principal aunque no exclusivamente en la dirección del Derecho Corporativo y de valores mobiliarios anglo-americano. Existen señales importantes de cierta convergencia evolutiva en el terreno de la estructura del Directorio, regulación de valores mobiliarios, metodologías de contabilidad, e incluso en la regulación de las tomas de control.

5.1. Estructura del Directorio.

Respecto a la estructura del directorio, la convergencia ha sido en la dirección de un régimen legal que favorezca un directorio relativamente pequeño, que no se renueve de manera escalonada, y que contenga algunos directores internos, así como una mayoría de directores externos. La obligatoriedad de tener directorios que se renueven por mitades parecen ser una cosa del pasado; los directorios débiles y con menor capacidad de respuesta que así se promueven se justifican principalmente como un complemento a la codeterminación de los trabajadores y en ese sentido, comparten -en realidad, constituyen una de- las debilidades de la referida institución. La descendente fortuna de los directorios que se renuevan por mitades se refleja en la evolución de la regulación propuesta por la Unión Europea para los estatutos de

las compañías europeas. Cuando se esbozó por primera vez en 1970, dicha regulación requería obligatoriamente de un directorio que se renueve por mitades. Sin embargo, en 1991, la regulación propuesta fue modificada a fin de permitir cualquiera de los dos sistemas aludidos. Mientras tanto, en el extremo práctico, Francia que permitió optar por un directorio que se renueve por mitades, cuando el concepto se encontraba en boga, ha visto a pocas de sus compañías adoptar dicha opción⁽²⁶⁾.

Al mismo tiempo, jurisdicciones que tradicionalmente favorecían el extremo opuesto de directorios que no debían ser renovados de manera escalonada, dominados desde el interior, han aceptado un número significativo de directores externos. En Estados Unidos las reglas de cotización de la Bolsa de Valores de Nueva York desde hace ya algún tiempo han insistido que directores independientes presten servicios en los importantes comités de auditoría de las empresas que cotizan sus valores⁽²⁷⁾ y, más recientemente, la doctrina ha creado un importante rol para los directores externos al momento de aprobar transacciones en las cuales se encuentran intereses en conflicto⁽²⁸⁾. En Japón, una evolución similar se puede prever debido al reciente movimiento entre las empresas japonesas, antes mencionadas, hacia directorios más pequeños y directores independientes, y por la reciente publicación de un código de principios de gobierno corporativo recomendando dichas reformas por un comité conformado por los principales administradores japoneses⁽²⁹⁾. El resultado es convergencia desde ambos extremos hacia el medio; mientras que los directorios que se renuevan por mitades parecen estar de salida, países con directorios que no se renuevan de manera escalonada están incorporando, en sus regímenes, una de las ventajas del típico directorio que se renueva por mitades, a saber el rol substancial que le concede a los directores independientes (externos).

5.2. Divulgación de información y regulación de mercado de capitales.

La regulación respecto a la divulgación rutinaria de información a los accionistas, pensada con la finalidad de vigilar a los administradores de la empresa,

(26) Ver: ASTE, Lauren J. *Reforming French Corporate Governance: A Return to the Two Tier Board?* En: *Geo. Wash. J. Intl L & Econ.* 1, 45. 1999.

(27) Ver: *Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) Listed Company Manual*. En: <http://www.nyse.com/listed/listed.html>. Última visita 01 de noviembre de 2001.

(28) Ver, por ejemplo, *Weinberger vs. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

(29) CORPORATE GOVERNANCE COMM. *Corporate Governance Forum of Japan, Corporate Governance Principles*. 48-50. 1998.

también esta visiblemente convergiendo. Sin la intención de analizar este complejo tema en detalle en las presentes líneas, notamos que las mayores jurisdicciones fuera de los Estados Unidos están reforzando sus sistemas de divulgación de información, mientras que los Estados Unidos han venido disminuyendo algunas de sus regulaciones federales más represivas, como las restrictivas reglas que hasta hace poco minaban la comunicación entre inversionistas institucionales. Más aun, el tema de la divulgación obligatoria de información por parte de las compañías públicas es similar a lo largo de las principales jurisdicciones comerciales hoy en día⁽³⁰⁾.

De manera similar, estándares uniformes de contabilidad rápidamente se están cristalizando de entre las reglas y prácticas nacionales en dos grupos de estándares internacionales claramente definidos: los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA), administradas por la Financial Auditing Standards Boards en los Estados Unidos y los Estándares Internacionales de Contabilidad administrados por el Comité de Estándares Internacionales de Contabilidad de Londres. Mientras que se mantienen diferencias entre los competidores grupos de estándares, las referidas diferencias son bastante menores que las variaciones entre las metodologías nacionales de contabilidad precedentes al PCGA y los nuevos modelos internacionales. Los dos modelos internacionales, más aun, probablemente sigan convergiendo debido a los ahorros que se generarían como resultado de un único grupo de estándares contables⁽³¹⁾.

5.3. Demandas de los accionistas (Shareholder suits).

Los juicios iniciados por parte de los accionistas contra los directores y administradores ahora vienen siendo aceptados por países en los cuales

anteriormente se les había considerado ineficaces. Alemania recientemente ha reducido la barrera porcentual que permite a los accionistas entablar acción legal contra los directores, reduciendo dicho límite de 10 por ciento al 5 por ciento o a una inversión de un millón de marcos alemanes cuando existe sospecha de deshonestidad o ilegalidad⁽³²⁾. De otro lado, Japón ha alterado sus reglas a fin de remover los desincentivos respecto al litigio. Al mismo tiempo, la legislación de Estados Unidos se mueve hacia el centro desde la otra dirección al empezar a reinar los importantes incentivos que el país ofrece para los litigios potencialmente oportunistas. En el ámbito federal, recientemente se han fortalecido los requerimientos para el inicio de acciones por parte de los accionistas, nuevos puntos seguros para las proyecciones de empresas con visión de futuro, y recientes provisiones para los accionistas dominantes a fin de tomar control mediante acciones de clase. Las leyes estatales, mientras tanto, hacen más fácil para una empresa que se desestime la demanda iniciada por un accionista.

5.4. Tomas de control.

La regulación sobre tomas de control también parece encaminarse hacia la convergencia. En el estado actual de las cosas, las diferencias en la regulación de las tomas de control son más aparentes que reales. Las tomas de control hostiles son extrañas fuera de las jurisdicciones anglo-americanas, principalmente debido a los patrones más concentrados de accionistas fuera de dichas jurisdicciones. Mientras que los patrones de control accionario se vuelven más homogéneos (como esperamos sea), y mientras la cultura corporativa se adapte a las tomas de control (como está destinado a suceder), las mismas presumiblemente se volverán más comunes en Europa, Japón y demás lugares⁽³³⁾.

Más aun, donde las restricciones legales respecto a las tomas de control efectivamente se diferencian,

(30) Esto puede verse, por ejemplo, al comparar las directivas para que los particulares listen en los Estados Unidos con el Fomato S-1 de la SEC para el registro de valores bajo el Acta de 1933. Si los requerimientos de divulgación de información en Estados Unidos se mantienen más agresivos, uno debe recordar que las directivas de Estados Unidos establecen requerimientos mínimos que los Estados miembro deben aplicar y efectivamente aplican. Ver COFFEE Jr., John C. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*. En: *NW. U. L. Rev.* 641, 668-72. 1999. Ver generalmente, LICHT, Amir N. *International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence*. En: *Cardozo L. Rev.* 227. 1998. Ver JACKSON, Howell y Eric PAN. *Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999*. 34-39. John M. Olin Center for Law, Econ. & Bus. Working Paper. 18 de setiembre de 2000.

(31) Ver por ejemplo, MACDONALD, Elizabeth. *U.S. Accounting Board Faults Global Rules*. En: *Wall St. J.* 18 de octubre de 1999. A1.

(32) Ver: BAUMS, Theodor. *Corporate Governance in Germany: System and Current Developments*. Tomo VIII. 1. Universitat Osnabruck Working Paper. 1999.

(33) Europa ha visto una importante ola de tomas de control en 1999, finalizando con la toma hostil más grande de la historia: la adquisición de Mannesmann por parte de Vodaphone. Adicionalmente, muchas jurisdicciones ya establecidas están

ellas muestran señales de convergencia. En particular, por algunas décadas los Estados Unidos han aumentado su regulación sobre las tomas de control, estableciendo restricciones adicionales tanto a la habilidad de los compradores de actuar de manera oportunista y respecto a la habilidad de los administradores de actuar por sí mismos. Con la amplia difusión de la *poison pill*, y los límites que las cortes han establecido respecto al uso de dicha defensa, las ofertas hostiles parciales de carácter coercitivo son una cosa del pasado -un resultado similar al logrado por las jurisdicciones europeas al introducir una regla de oferta obligatoria, exigiendo que quienes buscan adquirir control deben comprar todas las acciones de la compañía que buscan adquirir a un único precio. Seguramente, las distintas jurisdicciones divergen respecto a otros aspectos de la legislación sobre tomas de control, donde los puntos de convergencia parecen aún inciertos. Por ejemplo, los directores americanos gozan de muchas más herramientas a fin de defenderse de tomas de control hostiles que la mayoría de directores europeos. Bajo la actual Ley de Delaware los funcionarios del directorio tienen la autoridad para resistir ofertas hostiles, aunque se mantienen vulnerables respecto a ofertas atadas a poderes en juntas de accionistas. Mientras la incidencia de las tomas de control hostiles se incrementa en Europa, las jurisdicciones europeas pueden inclinarse hacia Delaware permitiendo tácticas defensivas adicionales. Alternativamente, dados los peligros de la interferencia por parte de los administradores, Delaware puede moverse hacia las normas europeas limitando las tácticas defensivas de manera más severa. Mientras no podamos predecir donde se establecerá el punto de equilibrio, es una conjetura razonable que la ley en ambos lados del Atlántico finalmente convergirá en un solo régimen.

5.5. Discreción Judicial.

Se mantiene un aspecto general de la legislación corporativa donde algunos pueden pensar que la

convergencia será lenta: el grado de discreción judicial en la resolución ex post de disputas entre actores corporativos. Dicha discreción resulta tanto más conspicua en jurisdicciones regidas bajo el *common law*, y en particular en los Estados Unidos, que en jurisdicciones orientadas a un modelo civil. Aun aquí, existen razones para pensar que con el tiempo se dará una fuerte convergencia entre los distintos sistemas. Las jurisdicciones civiles, sea mediante decisiones judiciales o arbitrales, parecen estar moviéndose hacia un modelo más discrecional⁽³⁴⁾. La legislación norteamericana que regula los valores mobiliarios es civil en espíritu y elaborada por reglas detalladas promulgadas por la comisión encargada del intercambio de valores mobiliarios (SEC). Al mismo tiempo, existen signos de creciente descontento con las más extremas formas de toma de decisión que resultan impredecibles, las mismas que algunas veces han sido características de, por ejemplo, las Cortes de Delaware. Los estudiosos han empezado a sospechar de la amplia textura de la legislación procesal de Delaware⁽³⁵⁾, mientras que el Instituto Legal de América (American Law Institute) ha ofrecido una sistematización tipo código de la legislación corporativa en la forma de un Proyecto de Gobierno Corporativo, que incluye incluso la notoriamente vaga y abierta legislación procesal de Estados Unidos que articula los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia.

6. Potenciales obstáculos para la convergencia.

Importantes intereses se encuentran amenazados por el movimiento hacia el modelo *standard*, y puede esperarse que dichos intereses funcionen como un freno respecto al cambio. Sin embargo, dudamos que dichos intereses sean capaces de detener por largo tiempo las reformas suscitadas por el creciente consenso ideológico en torno al modelo *standard*. Para

adoptando reglas para regular las ofertas de adquisición que guarda un singular parecido con el *Williams Act* o con las reglas del *London City Code*. Ver, por ejemplo: la regulación brasileña Secs. Comm'n Ruling 69, 08 de setiembre de 1987. Arts. 1-4, y en Italia la recientemente adoptada reforma sobre la regulación de tomas de control. Decreto Legislativo 58 del 24 de Febrero de 1998. (El Acta de Mercado Financiero o la llamada Reforma "Draghi"), citada en *Studio Legale Abbatesclanni: Associazione Professionale di Avvocati e Dottori Commercialisti, The New Italian Law on Takeovers*. En: <http://www.sla.it/takeovers.htm>. Última visita 01 de noviembre de 2000.

(34) Ver la decisión Holzmüller de la Corte Federal Alemana, BGHZ, Zivilsenat, II ZR 174/80. 1982. Legislación alemana que extiende el derecho de los accionistas para votar en todas las transacciones corporativas que resulten fundamentales.

(35) Ver por ejemplo, BRANSON, Douglas M. *The Chancellor's Foot in Delaware: Schnell and Its Progeny*. 14 J. Corp. L. 515. 1989; KAMAR, Ehud. *A Regulatory Competition Theory Of Indeterminacy In Corporate Law*. 98 Colum. L. Rev. 1908. 1998; MACEY, Jonathan R. y Geoffrey P., MILLER. *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*. 65 Tex. L. Rev. 469. 1987.

tomar un ejemplo, consideremos el argumento de Lucian Bebchuk y Mark Roe⁽³⁶⁾, que el valor privado extraído por quienes controlan a las corporaciones (accionistas controladores o administradores poderosos) servirá por largo tiempo como una barrera para la evolución de estructuras de propiedad eficientes, prácticas de gobiernos corporativo, y la legislación corporativa en su conjunto. La estructura esencial del argumento de Bebchuk y Roe es: en jurisdicciones en las cuales no exista fuerte protección para los accionistas minoritarios, los accionistas controladores desvían hacia ellos un desproporcionado porcentaje de los flujos de caja de la empresa. Así, los accionistas mayoritarios tienen un poderoso incentivo para evitar cualquier tipo de cambio en la propiedad o gobierno de la corporación, o respecto a la regulación a la que su empresa se encuentra sujeta, debido a que ellos los obligaría a compartir las ganancias sociales de una manera más equitativa. Los referidos sujetos tienen, en muchas jurisdicciones el poder para evitar dichos cambios. Su posición como accionistas controladores les permite bloquear cambios en la estructura de propiedad de la firma, simplemente rehusándose a vender sus participaciones. Asimismo, su posición les permite bloquear cambios en el gobierno de la corporación, toda vez que ellos son quienes eligen a los directores. Y, en aquellas sociedades en las cuales -como en la mayoría de Europa- la economía se encuentra dominada por empresas cerradas, la riqueza y el peso político colectivo de los accionistas controladores les permite bloquear reformas que comprometerían sus desproporcionadas ganancias privadas.

Esta visión pesimista, sin embargo, parece injustificada. Si, como plantea el consenso, el modelo *standard* maximiza el valor de la corporación, entonces los accionistas controladores, motivados principalmente por consideraciones económicas pueden no desear mantener el control de sus empresas. Y, incluso si consideraciones no monetarias impulsan a quien forman parte de la sociedad a mantener el control, la significación económica de las empresas dominadas por dichos sujetos presumiblemente se reducirá con el tiempo tanto en su propia jurisdicción así como en el mercado mundial.

6.1. Transacciones para captar excedentes.

Primero, consideremos el caso de los accionistas controladores (“controladores”) que desean maximizar sus retornos financieros. Supongo que el régimen legal dominante permite a los accionistas controladores extraer grandes beneficios privados de los cuales se excluye a los demás accionistas. Predeciblemente, estos controladores venderán sus participaciones sólo si reciben una prima que recoja el valor de sus beneficios privados, y rechazarán cualquier reforma corporativa que reduzca el valor de dichos retornos. Que el referido controlador prefiera incrementar sus propios retornos sobre incrementar los retornos de la compañía no significa, sin embargo, que rechazarán instituciones de gobierno o estructuras de propiedad que maximicen el valor de la empresa. Bebchuk y Roe concluyen sin mayor análisis que los controladores no pueden beneficiarse por efecto de facilitar un gobierno eficiente de la empresa.

Controladores que extraen grandes beneficios privados de empresas públicas suelen sucumbir ante dos formas de manejo ineficiente. Primero, ellos pueden seleccionar proyectos de inversión que maximizan su propio retorno, respecto a los retornos de la empresa. Por ejemplo, un controlador puede elegir una inversión menos rentable respecto a uno más rentable precisamente porque esta ofrece oportunidades lucrativas para participar por su cuenta. Segundo, los controladores prefieren retener y reinvertir las ganancias en vez de distribuirlas, aún cuando ello resulta ineficiente. La razón radica en que las distribuciones formales deben ser compartidas con los accionistas minoritarios, mientras que las ganancias reinvertidas en la empresa se mantienen a disposición para subsecuentes conversiones en beneficios privados -por ejemplo, mediante transacciones individuales. Más aun, el incentivo que tiene el controlador para manejarse de manera ineficiente se incrementa si -como ha sido común en Europa- utiliza herramientas como pirámides de acciones, *corporate cross-holdings*, y acciones de tipo dual a fin de mantener un candado sobre el control a efectos de la votación mientras proporcionalmente reduce el riesgo de su inversión⁽³⁷⁾.

Ahí donde la legislación resulta efectiva, sin embargo, los comportamientos ineficientes en sí mismos

(36) Ver: BEBCHUK, Lucian y Mark ROE. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. 52 *Stan. L. Rev.* 127. 1999.

(37) Ver: BEBCHUK, Lucian y otros. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*. NBER Papel de Trabajo No. 6951. 1999.

generan fuertes incentivos financieros para perseguir estructuras de propiedad y de gobierno más eficientes. Cuando los precios de las participaciones se encuentran lo suficientemente deprimidos, cualquiera -incluso los controladores- pueden generar ganancias netas al introducir formas de gobierno más eficientes. En ese sentido, los controladores que pueden capturar la mayoría o el íntegro de estas ganancias motivadas por eficiencias se benefician de modo individual más que lo que obtendrían de empresas pobremente dirigidas. Los controladores se encuentran en posición de acceder a dichas eficiencias de al menos dos maneras: (1) vendiendo sus participaciones con una prima que refleje las ganancias potenciales a un comprador o grupo de compradores que estén dispuestos y en capacidad de operar bajo reglas de gobierno que no susciten la explotación; o (2) adquiriendo las acciones de los minoritarios (a precios menores) y manejando sus empresas como únicos propietarios o revendiendo sus empresas enteras a compradores con estructuras de propiedad eficientes.

Sin embargo, para que los controladores estén en posibilidad de extraer dichas ganancias producto de eficiencias la reestructuración eficiente debe ser legalmente posible. Esto es, el régimen legal debe ofrecer medios para que las empresas reestructuradas se sometan a prácticas de buen gobierno corporativo. Esto se puede lograr de diversas maneras sin amenazar los retornos privados de los controladores que aún no se someten a la reestructuración. Una solución es un régimen legal opcional que aborde temas corporativos y de valores dedicados prioritariamente a los accionistas minoritarios y no al régimen dominante. Por ejemplo, las empresas se pueden permitir listar sus valores en bolsas extranjeras con reglas de protección accionaria tanto más rigurosas. Otra solución es simplemente reforzar los mecanismos de protección con que cuentan los accionistas lo que se inscribe en los artículos de incorporación de la firma reestructurada.

Se desprende de ello que incluso los accionistas controladores financieramente egoístas tienen un incentivo para promover la creación de regímenes legales en los cuales las empresas tienen al menos la opción de alinearse a lo largo de líneas de eficiencia, lo cual, como se ha discutido, significa líneas orientadas al accionista. Una vez que dicho régimen eficiente (opcional) se ha establecido y muchas de las existentes empresas explotadoras han tomado ventaja del régimen para beneficiarse de una reestructuración eficiente, debe haber una seria reducción en el tamaño de los grupos

de interés que incluso desean mantener como una opción el antiguo régimen de empresas que explotan a los accionistas minoritarios.

Bebchuk y Roe parecen asumir que dicho desarrollo no ocurrirá debido a que la ley inhibirá a los accionistas controladores de buscar reestructuraciones eficientes, forzándolos a compartir cualquier ganancia que se suscite con los accionistas minoritarios. Es más plausible, sin embargo, suponer que la ley permitirá a los accionistas controladores reclamar las ganancias asociadas a una reestructuración eficiente -por medio de técnicas como fusiones congeladas y ofertas coercitivas- en jurisdicciones donde los controladores son capaces de extraer grandes beneficios privados de operaciones ordinarias. En resumen, si los actuales accionistas controladores sólo se interesan en maximizar sus retornos económicos, podemos esperar una fuerte presión para la adopción de una legislación eficiente.

6.2. Controladores que desean construir imperios.

Los accionistas que ostentan el control no siempre, sin embargo, desean maximizar sus retornos financieros. En vez -sospechamos que esto es frecuentemente verdad en Europa- ellos pueden buscar retornos no pecuniarios. Por ejemplo, un accionista controlador puede desear simplemente estar a la cabeza del imperio corporativo más grande posible, y así estar preparado a sobreinvertir en obtener porciones de mercado vendiendo a un precio demasiado bajo como para maximizar ganancias mientras que reinvierte todas las ganancias en extender la capacidad instalada y en investigación y desarrollo. Alternativamente, un accionista controlador puede estar dispuesto a aceptar una pequeña ganancia financiera con la finalidad de permitirse saborear una amplia gama de otras prácticas costosas, desde colocar a incompetentes miembros de la familia en posiciones de responsabilidad hasta preservar relaciones cuasi feudales con los empleados y la comunidad local. Dichas prácticas pueden incluso ser eficientes si el controlador valora sus ingresos no pecuniarios más que los retornos monetarios que deja de obtener. Donde el accionista mayoritario comparte la propiedad con accionistas minoritarios que no valoran los retornos no pecuniarios, existe el riesgo que el accionista mayoritario abuse de los accionistas minoritarios al rehusarse a distribuir utilidades, reinvertiendo las mismas en proyectos de bajo retorno financiero valorados principalmente por el mayoritario⁽³⁸⁾.

(38) Esto puede darse, por supuesto, sólo cuando los controladores han sido capaces de “engañar” a los accionistas minoritarios.

Las transacciones que buscan transferir control de manera eficiente como las descritas en la sección precedente tienen poco que ofrecer a este tipo de accionistas, desde que la reestructuración puede implicar que pierdan control de la empresa, y así renunciar no sólo a los retornos no pecuniarios que adquirirían para sí mismos con el dinero de los accionistas minoritarios, pero también a los ingresos no pecuniarios que adquirirían con su propio porcentaje del capital de la empresa. Por ende, los accionistas mayoritarios que valoran las ganancias no pecuniarias tendrán menos incentivos que los accionistas mayoritarios cuyos motivos son puramente financieros para favorecer estructuras corporativas eficientes.

Más aun, empresas ineficientes con accionistas mayoritarios como los descritos pueden sobrevivir en mercados competitivos y, de hecho crecer, a pesar de sus ineficiencias. Por ejemplo, si los controladores valoran únicamente el tamaño de la empresa que controlan, ellos continuarán reinvertiendo con el afán de expandirse mientras que las ganancias esperadas sean superiores a cero, con el resultado de que quitarán porciones de mercado a empresas competidoras que se manejan de manera mucho más eficiente pero que deben pagar a sus accionistas una rentabilidad adecuada.

Jurisdicciones con un gran número de empresas dominadas por controladores con intereses no pecuniarios tendrán, por ende, menos presión que otras jurisdicciones para adoptar el modelo *standard* de Derecho Corporativo. Aún en esas jurisdicciones -que pueden incluir a la mayoría de Europa occidental- lo más posible es que la presión para acercarse al modelo *standard* se torne irresistiblemente fuerte en el futuro cercano. Brevemente exponemos razones para ello.

6.2.1. La influencia política de los *insiders* será insuficiente para protegerlos.

Para empezar, es probable que la poca rentabilidad de las empresas que persiguen retornos no pecuniarios juegue en contra de sus dueños en tanto controladores de la industria. Mientras los dueños de estas empresas subsidien prácticas de baja productividad, se vuelven progresivamente pobres con relación a inversionistas en nuevos negocios y los dueños de empresas establecidas que buscan incrementar el valor de las acciones o vender a otros,

con el resultado que la influencia política y económica se pasará a estos.

Más aun, el éxito de las empresas que siguen prácticas de gobierno acordes con el modelo orientado hacia el accionista probablemente desestime apoyo político para modelos alternativos de gobierno corporativo por dos razones. Primero, como hemos sugerido anteriormente, el ascenso de una clase accionista con creciente riqueza crea un grupo de interés que presiona para la reforma del gobierno corporativo con el fin de promover prácticas que incrementen valor y eviten que los accionistas controladores extraigan beneficios privados. Compañías, tanto domésticas como extranjeras, que atraen accionistas públicos y fondos de pensiones prometiendo una mejor rentabilidad crearán un entusiasmo natural para la reforma legislativa y la adopción del modelo *standard*.

La segunda razón para el declive en el arraigo de estilos alternativos de gobierno corporativo es el amplio fenómeno de convergencia ideológica respecto al modelo *standard*. Donde ideologías previas habrían celebrado la nobleza de empresas familiares cuasi-feudales o la proeza industrial de inmensos conglomerados dirigidos por *insiders*, el creciente posicionamiento del modelo *standard* torna en sospechosa la creación de imperios y la dominación, así la extracción de valor a expensas de los minoritarios resulta ilegítimo. Las costosas prácticas de gobierno, por ende, se tornan en crecientemente difíciles de sostener políticamente. Vista a través de los lentes de la nueva ideología, las antiguas prácticas no son sólo ineficientes pero también injustas, desde que privan a los ciudadanos ordinarios, incluyendo a pensionarios y pequeños inversionistas, de retornos económicos equitativos en razón de sus inversiones. A medida que la sociedad civil crece más democrática, los retornos privilegiados de las clases controladoras, familias dirigentes, y administradores se vuelven cada vez más sospechosos.

En realidad, esperamos que el valor social que hace tan prestigioso para las familias controlar empresas en muchos países cambiará en los próximos años. Las normas esencialmente feudales que ahora vemos en muchos patrones de propiedad industrial serán desplazadas por valores sociales que valoran más el igualitarismo social y la capacidad individual de generar industria, con el resultado de que habrá un grupo de

Si los últimos compraron sus acciones sabiendo que no tendrán control, y que los controladores desviarían hacia ellos una porción de ganancias mediante inversiones ineficientes, entonces ellos presumiblemente pagarán un precio menor por sus acciones, dejando a los accionistas no controladores con un retorno sobre sus inversiones en el mercado.

firmas dominadas por controladores que valoran más los retornos no pecuniarios en lugar de presidir personalmente la empresa.

6.2.2. Los *insiders* que preservan sus empresas y la protección legal se volverán cada vez más irrelevantes.

Finalmente, aún si los controladores son capaces de bloquear la reforma por un periodo de tiempo, los mismos se tornaran cada vez más irrelevantes en la economía doméstica, la economía mundial, o ambas. En el país, como hemos notado, los términos en los cuales los mercados de valores se vuelven disponibles para financiar nuevas empresas y nuevos productos de mercado probablemente serán dominados por el modelo *standard*. Inversiones de capital arriesgadas y ofertas públicas rara vez se darán si a los inversionistas minoritarios no se les ofrece significativa protección. Esta protección se puede dar sin alterar a las antiguas empresas estableciendo separadamente instituciones afines al modelo *standard* que se apliquen a las nuevas empresas. Un ejemplo de esto es el Mercado de *Neuer* en la Bolsa de Valores de Frankfurt, que proporciona protección adicional mediante la mayor revelación de información y estándares de contabilidad acordes con los PCGA para los inversionistas que buscan mercados de valores, mientras se dejan las antiguas reglas menos rigurosas para las empresas ya establecidas.

Más aun, en el extremo que la legislación nacional o las empresas domésticas no proporcionan una protección adecuada para los accionistas públicos, otras jurisdicciones pueden proporcionar la protección del modelo *standard*. Los capitales de inversión puede fluir a otros países o a otras empresas que hacen negocios en la referida jurisdicción. Alternativamente, compañías domésticas pueden ser capaces de reincorporarse en jurisdicciones extranjeras o obligarse respecto a la protección accionaria ofrecida por la legislación extranjera por listar en una bolsa extranjera (como o hacen algunas empresas israelitas que listan valores en NASDAQ)⁽³⁹⁾.

Mediante mecanismos como estos que efectivamente permiten a las nuevas empresas adoptar un modelo que se diferencie de aquel aplicable a antiguas empresas, la legislación nacional y las

prácticas de gobierno que protegen a los *insiders* controladores en firmas establecidas pueden mantenerse sin perjudicar a la economía nacional. El resultado es dividir las antiguas empresas controladas por grupos familiares o dominadas por los administradores, cuyas costosas prácticas de convergencia las harán crecientemente irrelevantes para la actividad económica en su jurisdicción local.

7. Divergencia eficiente.

No toda la divergencia en el Derecho Corporativo refleja ineficiencias. La divergencia eficiente se puede suscitar de la adaptación a las estructuras sociales locales o de manera fortuita. Ni la lógica ni la competencia parecen suficiente persuasivos para generar presiones fuertes para que dicha divergencia desaparezca. Consecuentemente, puede sobrevivir por un periodo considerable de tiempo. Asimismo, aunque la tasa de cambio sea más lenta, existen razones para pensar que tanto la divergencia eficiente, así como la divergencia ineficiente continuaran desapareciendo relativamente rápido.

7.1. Diferencias en contextos institucionales.

Algunas veces las jurisdicciones escogen formas alternativas de Derecho Corporativo debido a que esas alternativas complementan otras diferencias nacionales, por ejemplo, formas de accionariado, mecanismos para reforzar la ley, o cuerpos relacionados de ley con la bancarrota. Un ejemplo es el nuevo estatuto de la corporación rusa, el mismo que, de modo consciente, se aleja del tipo de estatuto que el modelo *standard* propicia en economías más desarrolladas. Para tomar sólo un ejemplo, el estatuto ruso impone el voto cumulativo en todas las empresas con una regla obligatoria, en contraste con el Derecho Corporativo de los países más desarrollados. El motivo tras esta aproximación era principalmente para asegurar algún grado de influencia y acceso a la información por parte de los accionistas en el contexto de la peculiar configuración accionaria que se ha vuelto común en Rusia debido al proceso de privatización masiva que sufrió el país⁽⁴⁰⁾.

Sin embargo, el grado de divergencia eficiente en el Derecho Corporativo se presenta mucho menor que

(39) Ver, por ejemplo: COFFEE Jr., John C. Op. Cit. 674-676; ROCK, Edward. *Mandatory Disclosure as Credible Commitment: going public, opting in, opting out, and globalization*. University of Pennsylvania Institute for Law and Economics Working Paper. 1998.

(40) Siguiendo la privatización que se suscitó en Rusia en 1993, los administradores y otros trabajadores típicamente ostentaban una participación mayoritaria en las grandes empresas. Las porciones públicamente ostentadas eran mayormente dispersas,

la divergencia en las demás instituciones en las que se enraíza el mismo. Por ejemplo, las divergencias eficientes en lo que son instrumentos de protección al crédito es probablemente mucho menor que las diferencias observada en las fuentes y estructura de los créditos corporativos. Similarmente, la eficiente amalgama de mecanismos de protección con que cuentan los accionistas contra el oportunismo de los administradores parece bastante menor que la variación en formas accionarias a través de las distintas jurisdicciones. Más aun, las instituciones económicas y estructura legal en la que debe desenvolverse el Derecho Corporativo en si mismas se están tornando bastante más uniformes en las distintas jurisdicciones. Esto es conspicuamente cierto, por ejemplo, en lo referido a los patrones accionarios. Todos los países se están enfrentando, o necesitan enfrentar, el mismo tipo variado de accionistas, desde bloques controladores hasta fondos mutuos o altamente disperso accionistas individuales. Algo de esto es impulsado por la convergente fuerza del desarrollo económico. Así, la privatización de empresas, el incremento de la riqueza personal, y la necesidad del *start-up finance* (que es impulsado por un mercado público que ofrece una salida para los inversionistas privados iniciales) todo promoviendo una creciente incidencia de pequeños accionistas y la consecuente necesidad de desarrollar mecanismos de protección para los accionistas minoritarios. La globalización de los mercados de capital empuja hacia el mismo fin. Por ende Rusia, retomando nuestro ejemplo anterior, presumiblemente evolucionará con el tiempo hacia el patrón de accionistas típico de las economías desarrolladas, y finalmente sentirá la necesidad de acomodar sus reglas de votación accionaria con las reglas encontradas en esas economías.

7.2. Mutaciones inofensivas (*harmless mutations*).

En varios casos hemos anticipado que habrá poca

o ninguna eficiente divergencia entre las múltiples alternativas de reglas de Derecho Corporativo. En estos casos, disminuyen las presiones que empujan hacia la convergencia, aunque no son eliminadas totalmente (desde que esperamos que los inversionistas globales ejerzan presión para la estandarización)⁽⁴¹⁾. Los estándares de contabilidad presentan un ejemplo. Como notamos anteriormente, existen actualmente dos diferentes metodologías de contabilidad que han alcanzado prominencia entre naciones desarrolladas: los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados americanos y los Estándares de Contabilidad Internacionales europeos. Como estos dos grupos de estándares evolucionaron de manera separada se diferencia en muchos detalles significativos. Sin embargo, ninguna obviamente prima sobre el otro en términos de eficiencia.

Si las economías en cuestión fuesen enteramente autárquicas, ambos estándares de contabilidad podrían sobrevivir indefinidamente sin sacrificar la eficiencia. Sin embargo, la creciente globalización de los mercados de capital impone fuertes presiones en todos los países no sólo para adoptar uno u otro de estos regímenes, pero también para seleccionar un único y común régimen contable. Con el tiempo, entonces, las eficiencias generadas por un estándar común en los mercados globales son capaces de eliminar aún estas y otras formas de divergencias fortuitas en la legislación corporativo.

8. Convergencia ineficiente.

Habiendo reconocido que la eficiencia no siempre dicta la convergencia en Derecho Corporativo, debemos también reconocer que lo contrario pueden ser cierto. Un alto grado de convergencia no siempre debe reflejar eficiencia. La fuente más común de dicha convergencia ineficiente son fallas en el mercado o en instituciones políticas que son ampliamente compartidos por

pero comúnmente había por lo menos un accionista ajeno con suficientes acciones para explotar una regla de votación acumulativa para obtener representación en el directorio. Ver, BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*. 109 *Harv. L. Rev.* 1911, 1922-1923. 1996.

(41) Ronald Gilson se refiere al proceso en el cual aparentemente distintas estructuras de gobierno o reglas legales se desarrollan para resolver el mismo problema funcional como "convergencia funcional". GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. Columbia Law School, Center for Law and Economics Working Paper No. 174. 2000. Asumiendo que la legislación formal y las prácticas de gobierno están asentadas en contextos institucionales mayores que sólo han cambiado lentamente, Gilson concluye que la convergencia funcional probablemente sobrepasará a la convergencia formal. Dicha convergencia funcional, cuando se da, es lo que conocemos como mutaciones inofensivas. A diferencia de Gilson, sin embargo, nosotros pensamos que la ley formal y las estructuras de gobierno son menos contextuales y más maleables que lo que normalmente se asume, una vez que la norma sobre primacía accionaria es aceptada. Convergencia funcional -en vez que simple imitación- es por ende menos necesaria que lo que Gilson suponía. Nosotros también sospechamos que sustitutos cercanos entre estructuras de gobierno y reglas legales son menos variados y difundidos que lo que Gilson señala.

economías modernas y que refuerzan en vez de mitigar la competencia transfronteriza.

8.1. Costos terciarios: daños corporativos.

Quizás el ejemplo más conspicuo de convergencia ineficiente es la regla -ya universal, con pequeñas variaciones de una jurisdicción a la otra- que limita la responsabilidad de los accionistas por daños empresariales. Esta regla induce riesgos ineficientes – tomando un excesivo nivel de actividades riesgosas-ineficiencias que parecen pesar más que cualquier potencial beneficio, como menores costos al momento de litigar o el mejor funcionamiento del mercado de valores. Como, anteriormente, hemos discutido una regla general de responsabilidad ilimitada por parte de los accionistas ante las actividades y riesgos empresariales parece ofrecer mayores eficiencias⁽⁴²⁾.

Entonces, porque ha existido convergencia unánime o una regla ineficiente? La respuesta obvia es que ni los mercados ni la política funcionan lo suficientemente bien como para representar los intereses de la personas que soportan los costos directos de la regla, a saber, daños y riesgos corporativos. Desde que, por definición, los riesgos significan daños a terceras personas, las partes afectadas por la regla -empresas y sus potenciales víctimas- no pueden contratar alrededor de la regla con la intención de capturar y compartir las ganancias de su alteración. Al mismo tiempo, debido a la naturaleza mayormente azarosa de la mayoría de los riesgos empresariales, las víctimas de los mismos -y particularmente la amplia gama de potenciales víctimas- no constituyen un grupo de interés político fácilmente organizado⁽⁴³⁾. Más aun, incluso sin una jurisdicción adoptase una regla de responsabilidad ilimitada por riesgos empresariales, se generarían dificultades al pretender aplicarla debido a la facilidad con que los accionistas o las empresas se pueden desplazar hacia jurisdicciones que mantengan la regla de responsabilidad limitada.

8.2. Administrativismo (*managerialism*).

Un segundo ejemplo de convergencia ineficiente, discutible, es la considerable libertad de que gozan los

administradores en caso todas las jurisdicciones para proteger sus prerrogativas en caso se encuentren en conflicto con aquellas de los accionistas, particularmente la habilidad de los administradores para defender sus posiciones contra intentos de tomas de control hostiles. Otra vez, fallas en el mercado y de índole políticas parecen responsables. Accionistas dispersos, que son quienes probablemente se encuentren en desventaja ante el poder de administradores abusivos, enfrentan serios problemas potenciales de acción colectiva para hacer valer su voz. Los administradores, cuya posición los convierte en un poderoso e influyente grupo de interés, pueden usar su influencia política para mantener elevados los costos de la acción colectiva -por ejemplo, al dificultar la compra por parte de un adquirente hostil de un bloque de acciones que le signifiquen el subsecuente control. El Derecho Corporativo debería, en ese sentido, converger no precisamente hacia el modelo *standard* que representa el consenso ideológico, pero hacia una variante del modelo que tenga cierta inclinación administrativista.

8.3. ¿Qué gran problema?

El problema de convergencia ineficiente en el Derecho Corporativo parece ser uno relativamente limitado, sin embargo. Fuera de las víctimas de los riesgos empresariales, las relaciones entre virtualmente todos los actores afectados directamente por la empresa son mayoritariamente contractuales, lo que tiende a dar a esos actores un interés común en establecer un legislación eficiente. Más aun, como anteriormente se ha enfatizado, accionistas, administradores, trabajadores, y acreedores voluntarios han adquirido o están adquiriendo un poderoso interés en una legislación corporativa eficiente. En realidad, la responsabilidad limitada no debe considerarse como una regla del Derecho Corporativo, pero en vez debe verse como una regla de la legislación que regule los riesgos y daños empresariales. Incluso la responsabilidad limitada puede terminar siendo abandonada si es que los grandes daños empresariales se toman más comunes y, por ende, de mayor interés político. Actualmente se vislumbra cierto movimiento en la legislación ambiental norteamericana,

(42) Ver; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*. 100 *Yale L. J.* 1879, 1882-83. 1991.

(43) Contrastando, el amplio riesgo de polución ambiental ha suscitado un foco de organización política en los Estados Unidos y, como se mencionó anteriormente, ha conllevado una fuerte legislación que parcialmente levanta el velo societario para las firmas que generan polución.

lo que empuja a un lado el velo corporativo en circunstancias particulares.

9. Conclusión.

El triunfo del modelo *standard* de la corporación sobre sus principales competidores está ahora asegurado, aún cuando fue problemático hace tan poco como 25 años atrás. La lógica por sí misma no estableció la superioridad de este modelo *standard* o de las reglas que implica, que establece una fuerte administración corporativa con deberes de servir los intereses de únicamente los accionistas, al igual que fuertes protecciones a los accionistas minoritarios. En vez, el modelo *standard* ganó su posición como modelo dominante de la manera difícil, sacando ventaja a las otras tres alternativas durante el periodo de la post Segunda Guerra Mundial: el modelo orientado hacia el administrador, el modelo orientado hacia el trabajador y el modelo orientado hacia el Estado.

Si la falla de las principales alternativas ha establecido la hegemonía ideológica del modelo *standard*, quizás esto no debe venir como una total sorpresa. El modelo *standard* nunca ha sido cuestionada por la gran mayoría de empresas. Domina la legislación y gobierno corporativo de las empresas

cerradas en todas las jurisdicciones. La mayoría de empresas alemanas no son parte del régimen de la codeterminación, y la mayoría de empresas holandesas no se rigen por la estructura administrativista. De manera similar, el modelo *standard* de primacía accionaria siempre ha sido el modelo legal dominante en las dos jurisdicciones donde la selección de modelos parece resultar más importante: los Estados Unidos y el Reino Unido. La selección de modelos importa en estas jurisdicciones porque las grandes empresas suelen tener estructuras de propiedad altamente fragmentadas. En Europa continental, donde la mayoría de empresas grandes son controladas por grandes accionistas⁽⁴⁴⁾, los intereses de los accionistas controladores tradicionalmente dominan la política corporativa sin importar la ideología dominante de la forma corporativa.

Predecimos, por ende, que mientras los mercados de valores evolucionen en Europa y a lo largo del primer mundo, los atractivos ideológicos y competitivos del modelo *standard* se volverán indiscutibles, incluso entre los académicos legales. Y mientras la meta de la primacía accionaria se torne usual incluso para los políticos, la convergencia en la mayoría de aspectos de la legislación y prácticas de gobierno corporativo seguramente seguirá. ㄸ

(44) Ver: LA PORTA, Rafael y otros. *Corporate Ownership Around the World*. 54 J. Fin. 471, 505. 1999. (señalando que las grandes empresas suelen tener accionistas controladores en todas, excepto las jurisdicciones del *common-law*).