



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo^(*)

El *Cinismo* y el **Gobierno Corporativo**^(**)^(***)

The cynicism and Corporate Governance

“It is difficult to get a man to understand something, when his salary depends upon his not understanding it”

Upton Sinclair⁽¹⁾

NUESTRO ACTUAL TRATAMIENTO DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA, CON REGLAS DE AUTOEVALUACIÓN Y DE PRINCIPIOS TAN VAGOS QUE PARECEN CARENTES DE TODO CONTENIDO, ES ERRÓNEO. AL FINAL, PARECIERA QUE LOS SUPERVISADOS Y EL REGULADOR JUGARAN UN JUEGO EN EL QUE CADA UNO DE LOS PRIMEROS AFIRMA TENER UN GOBIERNO CORPORATIVO EXCELENTE E INSUPERABLE; MIENTRAS QUE EL SEGUNDO SIENTE QUE CON SU CAMPAÑA DE BUENA VOLUNTAD PUEDE OBTENER RESULTADOS.

Resumen: En este artículo, el autor explica acerca de la adopción de prácticas de gobierno corporativo, la cual depende de una evaluación de costos y beneficios. Las empresas peruanas no asumen dichas prácticas por causa de la falta de incentivos, informalidad y deficiente regulación. Finalmente, el autor concluye que el tratamiento peruano de las prácticas de gobierno corporativo carece de contenido, lo que genera que no sea una prioridad para las empresas.

Palabras Clave: Gobierno Corporativo - Regulación Deficiente - Empresas - Decisión de Negocio - Mercado de Valores - Institucionalidad - Informalidad

Abstract: In this article, the author explains about the adoption of corporate governance practices, which depends on an evaluation of costs and benefits. Peruvian companies do not assume these practices because of the lack of

(*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master in Law por la Columbia University de Nueva York. Socio de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Correo electrónico: antonio.guarniz@ppulegal.com

(**) El presente artículo refleja exclusivamente la opinión personal del autor, que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión institucional de ninguna de las instituciones con la que el autor esté o haya estado afiliado profesional y/o académicamente.

(***) Nota del Editor: este artículo fue recibido el 29 de mayo del 2017 y su publicación fue aprobada el 27 de junio del 2017.

El Cinismo y el Gobierno Corporativo *The cynicism and Corporate Governance*

incentives, informality and poor regulation. Finally, he concludes peruvian regulation of corporate governance practices lacks content, which means that it is not a priority for companies.

Keywords: Corporate Governance - Lack of Regulation - Companies - Business Decision - Stock Market - Informality

1. Introducción

La hipótesis de estas líneas es que la adopción de políticas de gobernanza (esto es, *buen gobierno*) corporativa es una decisión de negocio. Por lo tanto, se trata de una decisión que tiene costos y que, por lo tanto, para que tenga sentido adoptarla debe también generar beneficios. Si el resultado de esta comparación de costos y beneficios no es positivo, las empresas tenderán a no adoptar políticas de gobernanza corporativa y tal decisión no es sino una acción racional por parte de los empresarios.

De ser correcta esta hipótesis, su entendimiento sería fundamental para determinar cuáles son las variables que llevan a que las empresas actúen conforme a lo que entendemos como gobernanza corporativa. Este entendimiento, además, le permitiría al Estado: (i) determinar si la decisión de las empresas de adoptar políticas de gobernanza corporativa es algo en lo que el Estado debería o no tratar de influir; y, (ii) en caso el Estado decida que debería intentar influir, este entendimiento le permitiría diseñar estrategias, a través de normas, políticas y/o actos, para conseguir su objetivo.

2. Una mirada *cínica*

La existencia de palabras similares con distintos significados en diversos idiomas es un fenómeno interesante y, a la vez,

lugar común de muchas bromas e, incluso, de campañas publicitarias. Así, por poner apenas dos ejemplos, la palabra en inglés *exit* no tiene un significado siquiera similar a la palabra *éxito* en castellano; y la palabra *actually*, en inglés no significa en la actualidad sino de hecho.

Una de estas palabras aparentemente similares pero con significados sustancialmente diferentes es la palabra *cínico*, en castellano, en comparación con su contraparte *cynical*, en inglés. Mientras que la palabra *cínico* significa en castellano *impúdico, procaz* o, “que actúa con falsedad o desvergüenza descaradas”(DRAE); la palabra *cynical* significa en inglés “*a faultfinding captious critic; especially: one who believes that human conduct is motivated wholly by self interest*”⁽²⁾. Es decir, la misma palabra, con el mismo origen, significa en castellano descarado, desvergonzado, pero significa en inglés algo así como *escéptico, desconfiado de la buena fe de los demás*. En castellano sería insultante calificar a alguien de, mientras que en inglés esto no tendría por qué ser un insulto⁽³⁾.

Dado que (sin duda por limitaciones personales) no me ha sido posible encontrar una palabra (es decir, una sola palabra) en castellano que encierre el mismo significado que *cynical*, en inglés⁽⁴⁾ me tomaré la licencia de hablar de *cinismo* como si el concepto en castellano tuviera una acepción adicional igual a la del idioma inglés, cosa que en realidad no es el caso.

(1) Upton Sinclair. *I, Candidate for Governor: And How I Got Licked* (University of California Press, 1994), 109.

(2) Diccionario Merriam-Webster: “Crítico capcioso que gusta de encontrar faltas; especialmente, alguien que cree que la conducta humana es enteramente motivada por el propio interés”.

(3) Curiosamente, ambas palabras tienen el mismo origen, que es el griego a través del latín. Se llamaba *cínicos* a los filósofos de la escuela que preconizaba la vida simple, el respeto por la naturaleza y el desprecio por la arrogancia, las posesiones materiales y las convenciones sociales. En este contexto original, *cínico* quería decir y, de hecho, literalmente significa *perruno*, es decir, *parecidos a los perros*. Su representante más célebre es Diógenes de Sinope, también llamado Diógenes el *cínico*. Como puede suponerse, hay una complicada y fascinante evolución de hechos históricos y sociales que llevan a que una palabra que significaba originalmente *perruno*, llegue al castellano bajo el significado de *desvergonzado* y al inglés bajo el significado de *desconfiado de la buena fe de los demás*.

(4) Una buena candidata sería precisamente la palabra *escéptico*. Pero ser escéptico únicamente significa *que no cree*. Se



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

Con esta advertencia, la hipótesis que trato de explicar en este artículo es el resultado de una mirada *cínica*: la adopción de políticas de gobernanza corporativa es una decisión de negocio; por lo tanto, los administradores del negocio únicamente adoptarán esa decisión si les significa más beneficios que perjuicios.

Esta mirada *cínica* es en realidad la misma mirada que le hubiera dado Adam Smith. En su más importante obra *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, nos dice:

“No es la benevolencia del carnicero, el cervecero, o el panadero lo que nos procura nuestra cena, sino el cuidado que ponen ellos en su propio beneficio. No nos dirigimos a su humanidad sino a su propio interés, y jamás les hablamos de nuestras necesidades sino de sus ventajas. Solo un mendigo escoge depender básicamente de la benevolencia de sus conciudadanos. Y ni siquiera un mendigo depende de ella por completo” (Smith 2009, 105-6).

A pesar de la mirada *cínica* que propongo en este artículo, no es mi intención negar la existencia del altruismo. Por el contrario, he tenido la fortuna de presenciar muy generosos actos de altruismo. Sin embargo, el altruismo es extraordinario precisamente porque no es la motivación común del ser humano (de lo contrario el altruismo sería *ordinario* y no *extraordinario*) y, por lo tanto, los actos basados en él, ciertamente merecen admiración por ser poco comunes. En consecuencia, lo único que necesitamos reconocer para mantener la validez de la hipótesis de este trabajo es que aun cuando el altruismo existe, este no motiva la mayor parte de las decisiones humanas y menos aún las decisiones adoptadas en el ejercicio de la actividad empresarial, en la que la finalidad es precisamente el lucro.

3. El problema de los legítimos interesados o grupos de interés

Si bien se trata de un asunto tan antiguo como las sociedades mismas, el tema de la gobernanza corporativa se puso de moda en la segunda mitad de la década del noventa. La *Organization for Economic Co-operation and Development* (En adelante, “OECD” por sus siglas en inglés) publicó la primera versión de sus *Principles of Corporate Governance* en el año 1999, señalando como motivador para el desarrollo del documento el hecho de que durante esta década cada vez más países habían adoptado políticas de *mercado*. En ese sentido, la iniciativa de publicar estos principios tenía por propósito que, reconociendo el valor de las buenas prácticas de gobierno corporativo, el documento sirviera para establecer lineamientos que guíen a los diversos países en la adopción de normas, regulaciones y, en suma, políticas al interior de sus jurisdicciones⁽⁵⁾.

Desde esta primera versión del año 1999 y en las versiones posteriores, es claro que en adición al evidente interés de los accionistas en el gobierno de sus empresas, se enfatiza la existencia de otros legítimos interesados (*stakeholders*)⁽⁶⁾ que también deberían ser tomados en cuenta. Así, por ejemplo, los trabajadores constituyen uno de los casos menos discutidos de legítimos interesados puesto que es más o menos obvio que a los trabajadores les interesa el éxito de la

puede ser escéptico respecto de muchas cosas. Puedo ser escéptico respecto de las posibilidades de un político de ganar una elección o ser escéptico respecto de las bondades del consumo de la leche de vaca. La palabra *cynical*, en cambio, encierra un escepticismo específicamente orientado hacia el altruismo o desinterés de los demás. Por lo tanto, no me ha parecido un sustituto adecuado.

(5) OECD Principles of Corporate Governance 1999, 5-7. Disponible en: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En)

(6) *Stakeholder* podría ser traducido como *aquel que tiene algo en juego*. Es decir, quien tiene algo *at stake* (en riesgo) en la compañía. A falta de una traducción inmediata, esa palabra se ha convertido en las frases *grupos de interés* o *legítimos interesados*.

El Cinismo y el Gobierno Corporativo *The cynicism and Corporate Governance*

empresa: el fracaso de la organización representaría la pérdida del puesto de trabajo.

Bajo esta misma perspectiva, sin embargo, todo el que tenga una relación directa o indirecta con la empresa puede considerarse como un legítimo interesado y, de hecho, es por ahí por donde nos lleva el razonamiento esbozado en el documento de la OECD. Los proveedores son interesados en las empresas porque su éxito les garantiza clientes, los clientes son interesados porque son los destinatarios de los bienes y/o servicios que produce la empresa, el Estado es interesado porque recauda impuestos y así sucesivamente. Resulta que las comunidades locales o, inclusive, la sociedad en su conjunto terminan calificando como legítimos interesados en una empresa y, en efecto, así lo señala específicamente el documento de la OECD.

Si seguimos el razonamiento de la OECD, los únicos que no calificarían como legítimos interesados en una empresa serían los competidores. E incluso esto es discutible por cuanto los competidores son, al mismo tiempo que competidores, miembros de la *comunidad* o de *la sociedad en su conjunto*, de modo que Coca Cola Company siempre podría alegar que es un legítimo interesado en el funcionamiento de PepsiCo.

El problema con esta generalización es que los conceptos que abarcan a todos terminan siendo tan inútiles como los que no abarcan a nadie. Decir que *todos somos especiales* equivale en el fondo a decir que *nadie es especial*. Si decimos que los administradores de una empresa, deben gestionarla de manera que satisfaga los intereses de todos los integrantes de la sociedad, es al final lo mismo que decir que pueden gestionarla tal y como se les antoje porque siempre, toda decisión que tomen, beneficiará a alguien y perjudicará a

alguien, de modo que siempre podrán aducir que están cumpliendo con su *mandato*.

Ahora bien, no estoy pretendiendo descalificar este documento de la OECD (ni sus versiones posteriores) puesto que es evidente que en su elaboración han intervenido muchas personas muy hábiles que pueden percatarse perfectamente de este problema. El documento de la OECD, en efecto, es formalmente correcto en tanto se cuida de mediatizar todas las afirmaciones respecto de los legítimos interesados al referirlos, en última instancia a la ley local⁽⁷⁾. Esto, más que constituir un problema de generalización del concepto *stakeholder* viene a ser un problema de vaguedad, que también afecta significativamente al Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas⁽⁸⁾.

Entonces, la razón por la que me parece digna de crítica (o, al menos, digna de discusión) la generalización del concepto de legítimo interesado es que el documento de la OECD, y sus versiones posteriores, han servido de modelo para códigos locales, como es por ejemplo el caso del Perú. Los códigos locales han servido de inspiración para proyectos de norma y, finalmente, para políticas regulatorias que terminan siendo aplicadas por funcionarios concretos. El riesgo de la generalización es que el regulador termine sobreestimando la relevancia que deben cobrar los intereses de los *otros legítimos interesados*, en perjuicio de los intereses de los accionistas.

-
- (7) Por ejemplo, "*where stakeholders are protected by law, stakeholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights*" (en los casos en los que los legítimos interesados estén protegidos por la ley, deben tener la oportunidad de obtener compensación efectiva por la violación de sus derechos). Si examinamos con cuidado este principio, no nos dice que los legítimos interesados deben ser protegidos por la ley. Nos dice que si la ley los protege, debe otorgarles remedios ante la violación de sus derechos. Es decir, estamos hablando de un reconocimiento tácito de que la ley puede elegir no proteger a un supuesto legítimo interesado. Esto nos lleva a preguntarnos si acaso este interés es efectivamente legítimo.
- (8) Además de la vaguedad, en el caso peruano, tenemos el problema de la forma de evaluación. La normativa dispone que las empresas se autoevalúan en relación con su nivel de cumplimiento de los principios, otorgándose a sí mismas una puntuación, y publican esa autoevaluación como parte de su memoria anual. No resulta sorprendente que en estas autoevaluaciones, las empresas suelen otorgarse puntajes altos en el cumplimiento de todos los principios.



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

Desde luego, el documento de la OECD (que, como dije, considero formalmente correcto) no me dice que todos los legítimos interesados en una empresa estén al mismo nivel. Tampoco me dice que todos deban merecer igual protección ante la ley. Ni siquiera me dice que todos deben ser protegidos por la ley. En lugar de ello, se limita a reconocer su existencia y a proponer canales de comunicación y cooperación entre los administradores de las empresas, los accionistas y los *otros legítimos interesados* para tratar de lograr creación de “riqueza, trabajo, sostenibilidad y solidez financiera de las empresas” (OECD 1999, 19). ¿Cómo podría alguien estar en desacuerdo con este objetivo? La única crítica que podría hacerse a un objetivo tan armonioso y utópico es que termina siendo tan superficial como las señoritas candidatas a Miss Universo cuando, al ser preguntadas por sus más caros anhelos, responden que sueñan con la paz mundial.

Es por ello que, a pesar de esa corrección formal, considero que resulta una grosera exageración calificar como legítimos interesados a quienes no son más que beneficiarios de una externalidad positiva.

Si por ejemplo, mi vecino construye una casa muy linda, yo puedo sentirme beneficiado por el placer de mirar la casa. De hecho, puedo inclusive resultar económicamente beneficiado por el hecho de que la arquitectura de esa casa sea tan agradable que revalorice a todas las casas vecinas. Sin embargo, dado que yo no pagué por la construcción de esa linda casa, no tiene sentido que el sistema legal me asigne el *derecho* a que esa casa exista o que se mantenga tal como me gusta. Mi vecino puede demolerla en el momento que desee y construir en su lugar una casa horrenda o mantener el terreno sin construir. Si yo quisiera adquirir el derecho de que la casa se mantenga como está, tendría que contratar con mi vecino, ya sea para adquirir la casa, para establecerle a mi vecino obligaciones de hacer y de no hacer (conservar la casa y no derruirla) o, inclusive, para establecer una servidumbre a favor de mi predio. Mi vecino, desde luego, me cobraría por otorgarme esos derechos y/o asumir esas obligaciones y de esa manera el beneficio que obtengo dejaría de ser una externalidad y, dado que he pagado por él, yo tendría legitimidad para exigirlo.

Si, de pronto, el sistema jurídico me otorgase el derecho a disfrutar de esa externalidad positiva a pesar de que yo no pague por ella, obligándole a mi vecino, por ejemplo, a no demoler la casa, generaría incentivos perversos: nadie querría construir casas demasiado hermosas porque podrían terminar perdiéndolas. Esto, por cierto, es exactamente lo que ocurre en el Perú con los inmuebles históricos. Muchos propietarios de inmuebles que potencialmente tendrían un valor histórico, deciden demolerlos tan pronto como sea posible antes de que la autoridad estatal declare que sus propiedades son intangibles y ellos terminen perjudicados sin haber obtenido una compensación adecuada. Es decir, la regla termina perjudicando precisamente lo que buscaba proteger⁽⁹⁾.

En este orden de ideas, aun cuando el buen desempeño de una empresa sea favorable para sus proveedores, para sus clientes o para cualquier otro tercero, cosa que sería esperable, según la “teoría de la *mano invisible*” (Smith 2009), el interés de este tercero se agota en el intercambio económico concreto que mantiene con la empresa. Es más, como en el ejemplo que puse más arriba, es posible que el tercero sea incluso un *polizonte* que en realidad no tiene ningún intercambio económico con la empresa.

Las pérdidas que los terceros puedan sufrir por el mal desempeño de una empresa son incomparables con las de los accionistas, salvo en casos excepcionales. Estas pocas excepciones, además, requieren vías legales específicas de protección. Así, por ejemplo, cuando el nivel de deuda de la empresa y/o sus pobres perspectivas para el futuro hacen que la inversión de los accionistas sea básicamente

(9) El problema de las externalidades que acabo de describir ha sido ampliamente estudiado. Las externalidades positivas, de hecho, llevan al problema del *polizonte (free rider)* que es un problema fundamental en el desarrollo de la política sobre bienes públicos. Sobre este punto, véase Cornes, Richard y Todd Sandler, *The theory of externalities, public goods and club goods* (New York: Cambridge University Press, 1996).

un *costo hundido*⁽¹⁰⁾, el ordenamiento legal reconoce que los principales y más legítimos interesados en la empresa son los acreedores. Por ello, el sistema concursal prevé que en una compañía en insolvencia, la junta de acreedores reemplace en todas sus funciones a la junta de accionistas.

El otro ejemplo excepcional es el caso de intereses públicos que el sistema legal considera más valiosos que los intereses privados de los accionistas: cuando la compañía incumple normas de carácter imperativo (por ejemplo, normas ambientales o penales) las consecuencias de esa externalidad negativa son tan grandes e ilegítimas que el Estado está facultado a actuar de oficio y como una cuestión de orden público.

Estos casos, sin embargo, son excepcionales y deben ser tratados como tales. Estas excepciones, y otras que puedan ser aplicables, deben estar (y normalmente están) cubiertas por las normas imperativas del sistema legal. En el funcionamiento ordinario de una empresa el riesgo asumido por los accionistas es simplemente incomparable con el riesgo asumido por cualquier otro tercero interesado en su actividad.

En mi opinión, sostener que el beneficiario de una externalidad positiva es un *legítimo interesado* constituye casi una perversión del término *legitimidad*. Al hacer su aporte en una empresa, los accionistas subordinan sus derechos a los de todos los acreedores⁽¹¹⁾, dado que el derecho del accionista es residual, mientras que el del acreedor es preferente. Por lo tanto, los que tienen intereses auténticamente legítimos en el desempeño de la empresa son los accionistas. Por cierto, dado precisamente el hecho de que el interés de los accionistas es residual, el bienestar de los accionistas supone la previa satisfacción de los intereses de todos esos acreedores prioritarios.

Esto no quiere decir que las empresas no puedan tomar decisiones que benefician directamente a terceros. En efecto, pueden hacerlo, pero estos actos deben tener como finalidad, al menos de manera mediata, el beneficio de los accionistas.

Cuando los administradores de una empresa deciden hacer una donación a una fundación de ayuda a niños huérfanos, realizar obras en beneficio de la comunidad u otorgar aumentos a sus trabajadores, deben hacerlo en consideración del beneficio que esto representará para la empresa. Así, la donación generará una buena imagen corporativa, las obras en la comunidad evitarán las protestas sociales y los aumentos a los trabajadores buscarán la retención del talento pero en todos los casos la justificación es que la empresa, y por lo tanto sus accionistas, se benefician al final. Sería muy difícil que los administradores de una empresa pudieran sustentar la legitimidad de realizar un acto que no repercute ni siquiera indirectamente ni a largo plazo en el beneficio de la propia empresa o de sus accionistas. En la actividad empresarial, el altruismo es relativo.

4. El viejo caso de Dodge vs. Ford Motor Co.

El altruismo en la administración de un negocio fue, de hecho, el punto principal de la discusión en el celeberrimo caso de *Dodge vs. Ford Motor Co.* del año 1919 (Michigan Supreme Court 1919). Este caso no solo tiene una extraordinaria importancia histórica, involucra a Henry Ford, un hombre que cambió la industria de una manera prácticamente incomparable, sino específicamente legal, puesto que casi cien años después, sigue siendo enseñado en los Estados Unidos como el precedente relevante respecto del tema del propósito corporativo.

Los hechos del caso son relativamente sencillos. Ford Motor Co. era una compañía

(10) En términos simples, un costo hundido es un costo irrecuperable. En tanto irrecuperable, el costo hundido es irrelevante y no debería ser tomado en cuenta para adoptar decisiones financieras. Sobre este punto véase Brealey, Richard y Myers, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, 7ª ed. (Boston: McGraw Hill Irwin), 122.

(11) Sobre este punto, véase Hansmann, Henry y Reiner Kraakman. "El rol esencial del derecho de las organizaciones," *Themis* 46 (2003): 15-45



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

inmensamente rentable⁽¹²⁾ pero su directorio, presidido por Henry Ford (quien, a su vez, era el accionista mayoritario) decidió implantar una agresiva política de reinversión y además un plan de rebaja de los precios de los automóviles que vendía. Como consecuencia de estas decisiones, la posibilidad de repartir dividendos quedaría seriamente limitada. Es decir, a pesar de la enorme rentabilidad que la empresa tenía y la aún más grande que podría haber tenido, la compañía mantendría un relativamente *exiguo* pago de dividendos a los accionistas. En este contexto, y luego de muchos esfuerzos inútiles por solucionar la discrepancia fuera de la Corte, los hermanos Dodge, dos accionistas minoritarios de la compañía que representaban el 10%, demandaron judicialmente a Ford Motor Co. exigiendo el reparto de un dividendo especial, sobre la base de las evidentes posibilidades de la empresa de pagarlo.

En el marco del proceso, Henry Ford respondió a la demanda con el provocativo argumento de estar generando beneficios a la colectividad. De hecho, admitió explícitamente que el efecto inmediato de su plan de inversiones no sería el aumento sino la disminución del valor de las acciones. Sin embargo, según Ford, esto estaría justificado por el beneficio que produciría a terceros:

“My ambition” said Mr. Ford “is to employ still more men, to spread the benefits of the industrial system to the greatest possible number, to help them built their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back in the business”⁽¹³⁾.

El resultado del proceso fue mixto. Si bien la Corte no se animó a detener el plan de inversiones que Henry Ford y el resto de su Directorio habían elaborado, sí obligó a la compañía al pago de un dividendo especial a favor de los accionistas. En

otras palabras, si bien el pago del dividendo especial fue amparado, la posición de la Corte sobre la gran discrecionalidad que tenía el Directorio para manejar la compañía fue una gran victoria para Ford Motor Co.

Al emitir su fallo, la Corte analizó la finalidad de una empresa y las responsabilidades de los administradores al utilizar los recursos de la empresa, realizando afirmaciones tales como “A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders”⁽¹⁴⁾ o “(...)it is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of the shareholders and for the primary purpose of benefiting others(...)”⁽¹⁵⁾. En otras palabras, la Corte descartó al alegado altruismo de Ford como un válido propósito corporativo.

Ahora bien, para continuar con la mirada *cínica*, a pesar de todo el discurso romántico e idealista expresado en la contestación de la demanda, la historia nos dice que no había nada de altruismo en la posición de Henry Ford. En realidad, él sabía que los hermanos Dodge tenían un negocio que competía o que competiría muy pronto con Ford Motor Co: la Dodge Brothers Company, fundada a finales del siglo XIX como una proveedora de autopartes y que había empezado a producir sus propios automóviles apenas cuatro años antes de este litigio. En este contexto, considerando la amenaza del potencial

(12) Desde luego, lo sigue siendo, con un valor de mercado que, a mayo de 2017, supera los US\$ 54 mil millones. Es decir, esa sola empresa vale más de una cuarta parte del Producto Bruto Interno peruano por el año 2016.

(13) “Mi ambición”, dijo el Sr. Ford “es emplear aun a más hombres, difundir los beneficios del sistema industrial al mayor número posible, ayudarles a construir sus vidas y sus casas. Para hacerlo, estamos poniendo la mayor parte de nuestras utilidades de vuelta en el negocio” (traducción realizada por el autor).

(14) “Una sociedad con fines de lucro es organizada y llevada a cabo principalmente para el beneficio de los accionistas” (traducción realizada por el autor).

(15) “(...) no está dentro de las facultades legales del directorio el conformar y conducir los asuntos de la sociedad para el beneficio meramente incidental de los accionistas y con el objetivo principal de beneficiar a otros (...)”(traducción realizada por el autor).

competidor, el plan del Directorio de Ford Motor Co producía al mismo tiempo tres efectos favorables para Ford:

“(i) limitaba la disponibilidad de capital de los hermanos Dodge para hacer nuevas inversiones en Dodge Brothers Company; (ii) dificultaba el ingreso de competidores en tanto la baja de los precios de sus vehículos copaba aún más el mercado; y, (iii) disminuía el valor de las acciones de Ford Motor Co, lo que hacía más fácil que Henry Ford pudiera comprar en el futuro el paquete accionario de los hermanos Dodge” (Stout 2008).

Está de más decir que los temores de Henry Ford eran completamente fundados y que los hermanos Dodge evidentemente tenían la intención de competir con Ford Motor Co. y en efecto lo hicieron.

Curiosamente, la razón por la que Ford Motor Co. perdió el caso fue específicamente por haber alegado que sus actos estaban inspirados por el altruismo. Si los demandados hubieran sustentado que el plan de inversiones y la restricción a los dividendos generarían beneficios de largo plazo y hubieran dejado totalmente de lado este argumento de estar ayudando a otros, la Corte muy probablemente hubiera fallado a favor de los demandados por considerar su decisión como un ejercicio la discrecionalidad de los administradores⁽¹⁶⁾.

Nótese que incluso bajo una mirada *cínica*, no todas las razones reales de Henry Ford eran desdeñables. Por ejemplo, sería completamente legítimo que, Henry Ford buscara una forma de que Ford Motor Co. satisfaga toda la demanda del mercado en todo cuanto fuera posible, adelantándose a la inminente llegada de los competidores. Por el contrario, el objetivo de disminuir el precio de las acciones para facilitar una eventual adquisición del paquete minoritario era un argumento impresentable. La diferencia entre ambos supuestos es precisamente el hecho de que el primero de los objetivos antes descrito atiende a los intereses de la empresa, el segundo por el contrario, implicaba utilizar recursos de la empresa para cuidar los intereses de uno solo de sus accionistas y en

detrimento de los demás. Por lo tanto, es un ejemplo típico de un problema de gobierno corporativo.

El caso *Dodge vs. Ford Motor Co.* es importante desde muchos puntos de vista distintos. Existen muchos ángulos por analizar y, desde luego, existen posiciones discrepantes respecto de él. Una de ellas, la de la profesora Stout (citada en este trabajo) que afirma directamente que el caso ya no debería ser enseñado en las facultades de Derecho de los Estados Unidos. No obstante ello, el caso es particularmente importante e ilustrativo para los propósitos de este trabajo porque al mismo tiempo se relativiza tremendamente la legitimidad de los *otros legítimos interesados* (en este caso, trabajadores y consumidores) pero se reafirma y se resalta la legitimidad de los intereses de los accionistas minoritarios. Los accionistas son ciertamente (y en mi opinión, deben ser) el punto central de las preocupaciones relativas a gobernanza corporativa.

5. Los costos: el marco institucional

Si he desarrollado este artículo bajo el entendido de que la adopción de las mejores prácticas de gobernanza corporativa es una decisión de negocio, conviene preguntarse cuáles son los costos y los beneficios relacionados con esta decisión.

Por el lado de los costos, el entendimiento del marco institucional es importante en el contexto de la gobernanza corporativa. No es casualidad que las economías más desarrolladas sean las que tienen las mejores prácticas de gobierno corporativo. Lo que

(16) En los Estados Unidos existe un criterio jurisdiccional denominado *business judgement rule* que básicamente establece que se presume que la actuación de los administradores es correcta (es decir, la Corte se abstiene de revisar la decisión) a menos que el demandante acredite previamente ciertas causales específicas tales como la existencia de un conflicto de intereses entre los administradores y la empresa.



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

queda por determinar es si estas mejores prácticas son una causa, una consecuencia o un sistema de retroalimentación con el mayor desarrollo económico.

Douglass North nos explica que “las instituciones son normas formales e informales diseñadas para crear orden y reducir la incertidumbre en el intercambio” (North 1991). Nos indica además que las instituciones tienden a seguir una evolución histórica por etapas. En un principio, las instituciones más elementales se basan en “densas redes sociales de sistemas informales de coerción” (North 1991). Cada nueva etapa de sofisticación de los intercambios económicos hace necesaria la implementación de nuevas instituciones cada vez más costosas, cuya última etapa (al menos, la última etapa conocida) es el mundo moderno occidental desarrollado, consistente en “derechos de propiedad seguros, que acarrearán sistemas judiciales y políticos que permitan contratación de bajo costo, leyes flexibles que permitan una amplia gama de estructuras organizativas, y la creación de complejas estructuras de gobierno para limitar los problemas de mandato en las organizaciones jerárquicas” (North 1991).

Si lo reflexionamos un poco, es muy razonable que la implementación de las instituciones ocurra por etapas. Es decir, dado que construir y mantener las instituciones es costoso, únicamente tiene sentido en función de la realidad económica que esas instituciones tratan de controlar. Así, para poner un ejemplo extremo, la construcción de las instituciones democráticas y económicas de la sociedad occidental del siglo XXI, hubiera tenido un costo sencillamente ilógico y absurdo para la sociedad precolombina americana del siglo XI.

Aunque mi exagerado ejemplo haga que la conclusión parezca muy evidente, los legisladores y reguladores, más bien, recurren con frecuencia a la importación de leyes como un supuesto mecanismo de desarrollo. Se tiende a creer que las instituciones de un país más desarrollado son necesariamente mejores que las de un país menos desarrollado y, por lo tanto, lo que se necesita hacer es copiarlas bajo el estandarte de la *modernización*. Aunque esta especulación (de que las economías más desarrolladas tienen mejores instituciones)

probablemente tienda a ser correcta, ello no significa que sea correcta en todos los casos y tampoco significa que la importación de esas normas o instituciones extranjeras sea una manera efectiva de generar desarrollo económico⁽¹⁷⁾. En efecto, el riesgo de hacer una importación torpe puede ser precisamente el obligar, o pretender obligar, a la Cultura Azteca a desarrollar un sistema parlamentario o a las comunidades prehistóricas de *homo sapiens* a establecer un sistema de vasallaje feudal.

De hecho, justamente porque las instituciones pueden ser formales o informales, la sociedad puede tener una respuesta a la pretensión de los *modernizadores* de implantar instituciones para las que la sociedad no está lista. Según De Soto:

“(…) podríamos decir que la informalidad se produce cuando el Derecho impone reglas que exceden el marco normativo socialmente aceptado, no ampara las expectativas, elecciones y preferencias de quien no puede cumplir tales reglas y el Estado no tiene la capacidad coercitiva suficiente” (De Soto 2009, 42).

En *El otro sendero*, los autores se refieren a “los costos de la formalidad como el resultado de una *mala ley* y a los costos de la informalidad como el resultado de la *ausencia de una buena ley* [el énfasis es nuestro]” (De Soto 2009, 166). En este contexto, tal vez la mala ley es el resultado de haber tratado de imponer una institución irracionalmente costosa para la realidad que trataba de regularse⁽¹⁸⁾. No deberíamos descartar, sin embargo, la posibilidad de que la ley tenga finalidades adecuadas y costos razonables

(17) Sobre este punto, revisar los numerosos trabajos de la profesora Katharina Pistor como, por ejemplo, Daniel Berkowitz; Katharina Pistor y Jean-Francois Richard, “The transplant effect,” *The American Journal of Comparative Law*, vol. 51, No. 1 (Winter, 2003), 163-203.

(18) De hecho, diría que *El otro sendero* tiende a resaltar este tipo de ejemplos.

El Cinismo y el Gobierno Corporativo *The cynicism and Corporate Governance*

pero el Estado sencillamente carezca de posibilidades reales de hacerla cumplir⁽¹⁹⁾. También ahí estaríamos hablando de una *mala ley*.

En todo caso, independientemente de motivo por el que la ley sea una *mala ley*, uno de sus resultados puede ser la informalidad. La informalidad es una anomalía que afecta a una buena parte de la economía peruana pero puede ocurrir en cualquier lugar, inclusive estando de por medio estados e instituciones muy sólidas. Pensemos, por ejemplo en la inmigración ilegal a los Estados Unidos, donde la informalidad claramente se ha impuesto: pese a los anuncios políticos más radicales, es impensable que alguna vez pueda llegar a deportarse a las millones de personas que ingresaron legalmente al país.

La informalidad puede llegar a poner en cuestión a las instituciones formales. Imaginemos por ejemplo un partido de fútbol, básquet o cualquier otro deporte, en el que la regla formal es que no puede golpearse al jugador rival. Sin embargo, en un partido determinado, bajo un arbitraje determinado, ocurre que un jugador golpea a otro y el árbitro no lo sanciona. Si el árbitro continúa resolviendo así de manera consistente, luego de un número de eventos todos los jugadores concluirán que la regla *real* (en realidad, es la regla informal) es que sí se puede golpear al rival. De hecho, el jugador que no golpea al rival termina estando en desventaja frente al que ha sido capaz reconocer la existencia y aplicar la regla informal. Por lo tanto, al menos por la duración de ese partido, todos los jugadores tenderán a ignorar la regla formal que no funciona (podría ser un ejemplo de *mala ley*) para utilizar la regla informal que sí funciona, puesto que esta conducta es la única manera de mantenerse competitivo.

Sería un error considerar que la informalidad es un tema circunscrito a invasores de terrenos y vendedores ambulantes. En el Perú, puede alcanzar a pequeñas, medianas e

incluso grandes empresas. Y no me refiero a las empresas que eventualmente puedan incurrir en algún incumplimiento aislado de las normas (porque si ese fuera el criterio, tendríamos que considerar que todas las empresas son informales) sino a aquellas que tienen como parte de su estrategia de negocios una aproximación a la normativa laboral o tributaria (por poner los ejemplos más comunes) que es al menos cuestionable, cuando no frontalmente contraria a las normas. Esta situación de informalidad resulta aún más probable si pensamos en la normativa ambiental o en la frondosa normativa de las licencias y permisos administrativos de toda índole.

La informalidad, sin embargo, tiene costos muy altos⁽²⁰⁾. Uno de ellos es particularmente relevante para este artículo sobre gobernanza corporativa: el costo de evitar la sanción. La única manera en que el incumplimiento sistemático de las reglas formales puede mantenerse en el tiempo es mediante el ocultamiento. De hecho, De Soto nos dice que uno de los costos de la informalidad es "la cantidad de recursos que tienen que dedicarse a evitar la sanción" (De Soto 2009, 187). A veces, el tema de fondo no es siquiera que las autoridades no conozcan de la situación informal sino, más bien, el que tengan la oportunidad de pretender que esa informalidad no existe. Es como un pacto implícito en el que las autoridades hacen de cuenta que no pueden percibir o no pueden probar el incumplimiento de las leyes, a cambio de que el incumplimiento no sea (tan) descargado.

(19) En el Perú hay muchos ejemplos de este tipo de *malas leyes*, empezando por las reglas de tránsito en la ciudad de Lima. Las reglas, en sí mismas, de seguro que son impecables y sus costos son perfectamente razonables y asumibles por los privados, pero la incapacidad del Estado para hacerlas cumplir (por no tener suficientes recursos para la supervisión, por ejemplo) trae como única consecuencia que la norma se deslegitime.

(20) Reconocer que la informalidad tiene costos altos no implica negar que tenga beneficios. De hecho, los actores económicos *optan* por la informalidad. En consecuencia, debemos asumir que toman esta opción debido a que (al menos en lo inmediato) es una decisión que les genera más beneficios o menos perjuicios que la formalidad. Una vez más, es una decisión racional y de negocio.



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

En este sentido, limitar el crecimiento de la empresa es al mismo tiempo una estrategia y una consecuencia de la decisión de la empresa por la informalidad. Por un lado, “cuanto más grande es la empresa, es más difícil mantener sus actividades fuera de la supervisión estatal, de modo que los empresarios optan por fraccionar sus negocios, de modo que no alcanzan economías de escalas óptimas para sus actividades” (De Soto 2009, 187). Por otro lado, la informalidad implica sobrecostos en acceso a las seguridades del sistema formal, tales como el sistema jurídico o la intermediación financiera formal.

Si las empresas, en general, tienden a tener pocas expectativas y/o posibilidades de crecimiento debido a la informalidad, es poco probable que tengan necesidades reales de acudir a los mercados públicos en busca de cualquier tipo de financiamiento. Aunque el mercado de valores es una alternativa de financiamiento en la que puede accederse a tasas de interés relativamente bajas, tiene costos fijos de entrada relativamente altos. En otras palabras, existe un monto mínimo de emisión por el que vale la pena salir al mercado público. Por debajo de dicho monto, los otros mecanismos de financiamiento (accionistas, proveedores, bancos, etcétera) son más eficientes.

La Superintendencia de Mercado de Valores (En adelante, “SMV”) solía realizar, aunque no publicar, anualmente esta estimación. Así, en el año 1998, se concluía que “el mínimo por el que podía valer la pena hacer una emisión en el mercado público era un millón y medio de dólares” (Guarniz 2003). Desde luego, esta cifra se actualiza constantemente y es muy sensible, fundamentalmente, a la tasa de interés pero por mucho que la situación pueda haber variado, por un lado, las tasas de interés ciertamente han bajado; por otro lado, ha habido gran inflación en los costos de los servicios profesionales, el dato es significativo: se requiere de cierta demanda de recursos para que valga la pena el financiamiento a través de mercados públicos.

La necesaria clandestinidad que surge a consecuencia de la informalidad parece estar en conflicto frontal con prácticas

de transparencia. Ya sea que las prácticas de transparencia pretendan beneficiar a los accionistas minoritarios, al mercado, a los inversionistas o a cualquiera de los *otros legítimos interesados* que los principios de gobernanza corporativa tratan de proteger.

Propongo dos datos que me parecen reveladores y que pueden verificarse de una rápida revisión del Registro Público del Mercado de Valores. De un universo de 400 empresas que actualmente tienen valores inscritos en dicho registro, 92 (es decir, casi la cuarta parte) están inscritas en cumplimiento de alguna obligación legal⁽²¹⁾. En consecuencia, no necesariamente decidieron estar allí sino que tienen la obligación de estar allí porque es un requisito legal de alguna clase.

De ese mismo universo de 400 empresas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, solo 63 (¡apenas un 15.75%!) se financia a través del mercado. Por *financiarse a través del mercado* me refiero a que la empresa realice periódicamente oferta primaria de algún tipo de valor mobiliario.

Una explicación podría ser que aun cuando la oferta pública primaria y la secundaria deberían regirse básicamente por las mismas reglas y principios, en la práctica esto no es así. En la realidad (y esto no debería ser así) el nivel de supervisión de la SMV en el mercado primario es mucho más exigente (y algunas veces, excesivo) que el nivel de supervisión del mercado secundario (muchas veces, deficiente).

En un trámite cualquiera de una oferta pública primaria, el regulador revisa cada documento,

(21) Por ejemplo, los bancos, compañías de seguros y administradoras privadas de fondos de pensiones, entre otras entidades, están legalmente obligadas a listar sus acciones en una bolsa de valores aun cuando sus accionistas no sólo no tengan la intención de vender sino que inclusive cuentan con limitaciones legales para hacerlo, dado que requieren la previa autorización de su regulador.

observa, hace pedidos específicos de información que debe ser revelada y hasta negocia la redacción de las cláusulas de los contratos. En un trámite de oferta pública secundaria, la revisión se asemeja más a un *checklist*. La descripción del negocio que tiene que realizarse para inscribir un valor en el mercado secundario es sencillamente incomparable con la sección correspondiente de un prospecto informativo de oferta pública primaria. Esto podría explicar por qué las empresas son reacias a realizar oferta primaria, inclusive a pesar de estar listadas, puesto que al hacerlo se sujetarían a un mayor nivel de supervisión.

En cualquier caso, estos datos rápidos parecen revelar que el acceso al mercado público es más costoso, inclusive que los costos directos: pese a que estas 400 empresas ya incurrir en todos los costos de ser participantes del mercado de valores (presentación de hechos de importancia, auditoría, memorias, información financiera, normas internas de conducta, supervisión por parte de la SMV, etcétera) no aprovechan los beneficios esperables de ese mercado, es decir, el menor costo de financiamiento. Una razón de esto, podría ser el alto nivel de informalidad existente incluso a nivel de medianas y grandes empresas.

Dado que la campaña por la adopción de mejores prácticas de gobernanza corporativa es impulsada desde el mercado de valores, la motivación por obtener financiamiento público es muy relevante en relación con los incentivos para adoptarlas.

Mi conclusión es que el contexto con el que cuenta el Perú en su esfuerzo de fomentar la adopción de prácticas de gobernanza corporativa es el de un país con una informalidad muy alta y con un sistema de responsabilidad civil que tiene muy serias deficiencias. Debido a estas razones, la mayor parte de las empresas tiene (o puede darse el lujo de tomarse) sus propios tiempos, procesos e incentivos para llegar al nivel de formalización que le permita acceder a los mercados públicos, siendo que sólo el deseo de acceder a esos mercados públicos constituye una motivación para la adopción de prácticas de gobernanza corporativa.

Bajo esta misma mirada, resulta razonable entender que las economías más desarrolladas tengan mejores prácticas de gobernanza corporativa: su nivel de evolución requiere un nivel de sofisticación más grande respecto de su entorno.

6. Los beneficios: la mejor perspectiva en el largo plazo

En relación con los beneficios de adoptar prácticas de gobernanza corporativa, parece razonable especular que una empresa que destina recursos a cuidar sus relaciones con todo su entorno (proveedores, clientes, trabajadores, la sociedad en su conjunto) recibe algo a cambio de su inversión. Podemos asumir que una empresa que adopta prácticas de gobernanza corporativa gozará de una mejor actitud del entorno hacia ella y eso indudablemente mejora sus posibilidades de mantenerse en el negocio en el largo plazo.

Asumiendo que todas las demás condiciones son iguales (*ceteris paribus*), si tenemos dos empresas que producen exactamente lo mismo por exactamente el mismo precio, podemos especular que los clientes, proveedores, el Estado, etcétera, tendrán una mejor actitud hacia aquella que los trata mejor. Ese mejor trato se convierte en el elemento diferenciador. Si estas dos empresas buscaran financiamiento en el mercado al mismo tiempo, parece razonable suponer que las instituciones financieras y los inversionistas en general apreciarán que una de ellas, la que invirtió en tener las mejores relaciones posibles con su entorno, tiene mejores perspectivas para el futuro que la otra y que eso se exprese en una tasa de interés más baja o en su disposición a pagar un precio por acción más alto.

No obstante lo anterior, lo que cabría preguntarse es, ¿cuál es el peso relativo del buen gobierno corporativo sobre todos los demás elementos que intervienen en el éxito de una empresa? Imaginemos por un momento que no estamos en el supuesto de que todas las condiciones son iguales (*ceteris paribus*).



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

¿Los consumidores preferirían un mal producto de una empresa con buen gobierno corporativo frente a un buen producto de una empresa con mal gobierno corporativo? Por ejemplo, ¿los consumidores rechazan masivamente los teléfonos inteligentes, los zapatos, la ropa, los computadores que se fabrican en China, donde las condiciones laborales tienen fama de ser paupérrimas? Pues, sin duda hay un porcentaje que sí lo hace pero por el éxito que tienen en todo el mundo los productos manufacturados en China, podríamos suponer que ese porcentaje no resulta suficiente como para que las empresas dejen de actuar de esa forma.

Y esto es la base de todo, porque para el inversionista, el acreedor, el Estado y casi cualquier otro *legítimo interesado* (tal vez inclusive para los trabajadores explotados) la perspectiva de permanencia de la empresa depende más de su éxito en ventas que de sus armoniosas relaciones con el entorno. Hay muchas empresas en el mundo, empezando por las mineras, pasando por las de energía y servicios financieros y terminando por las de alimentos, que sufren millonarias campañas, justificadas o no, de desprestigio y que tienen una mala imagen frente al público⁽²²⁾. Esto no impide que obtengan millonarias ganancias.

Desde luego, podríamos argumentar que si tuvieran una buena imagen, sus ganancias serían incluso mayores, pero el dato nos permite entender que hay una decisión de negocios de por medio. Así, en mi ejemplo de líneas arriba, la empresa puede dejar de producir sus teléfonos inteligentes en un lugar con pésimas condiciones laborales pero hacerlo implica que el precio al consumidor se eleve en 15%, ¿estará dispuesto el consumidor a pagar 15% adicional si yo publicito que mis trabajadores ganan buenos sueldos o tal vez el consumidor optará por comprar el producto de mi competencia, 15% más barato pero con malas políticas laborales?

En el ranking de Harris Poll sobre reputación empresarial, la última empresa del listado es Volkswagen, debido al escándalo mundial que generó la admisión de haber manipulado los indicadores de emisiones de gases de aproximadamente once millones de vehículos para aparentar que eran menos contaminantes⁽²³⁾.

Como consecuencia de este escándalo, hubo un evidente impacto en el precio de las acciones de Volkswagen, y no es para menos: el mercado incorporó rápidamente al precio el efecto negativo de las futuras multas y el futuro posible pago de reparaciones civiles esperados. Sin embargo, las ventas propiamente dichas de la compañía no sufrieron. Si vemos la información financiera publicada en su memoria anual de año 2015 (el año del escándalo), las ventas de Volkswagen a nivel mundial habían crecido 5% respecto del año anterior⁽²⁴⁾.

Podría argumentarse que dado que el escándalo se desató en septiembre de 2015, el impacto de la noticia no afectaría las ventas de ese año. Esto es muy cuestionable puesto que se trata de más de un trimestre completo. Sin embargo, incluso asumiendo ese argumento, si miramos la memoria anual de Volkswagen por el año 2016, las ventas crecieron 2% respecto del año 2015⁽²⁵⁾.

Si pensáramos que el efecto del escándalo se encuentra en que las ventas crecieron únicamente en 2% durante el 2016, cuando

(22) Sobre este punto, véase The Harris Poll Annual Reputation Rankings for the 100 most visible companies in the United States; en: <http://www.theharrispoll.com/business/Reputation-Rankings-Most-Visible-Companies.html>

(23) Sobre este punto, véase el rubro "The Emissions Issue" en la memoria anual de Volkswagen AG por el año 2015. Disponible en: <http://annualreport2015.volkswagenag.com/group-management-report/the-emissions-issue.html>.

(24) Memoria anual de Volkswagen AG por el año 2015. Disponible en: <http://annualreport2015.volkswagenag.com/group-management-report/the-emissions-issue.html>

(25) Memoria anual de Volkswagen AG por el año 2016. Disponible en: <http://annualreport2016.volkswagenag.com/consolidated-financial-statements/income-statement.html>

habían crecido 5% durante el 2015, habría dos poderosos argumentos en contra. Por un lado, las ventas de Volkswagen habían crecido a un ritmo de aproximadamente 2% anual al menos desde el año 2011⁽²⁶⁾. Por otro lado, las ventas de BMW, su competidor que no estuvo involucrado en una crisis semejante, también crecieron solamente en 2% durante el año 2016⁽²⁷⁾. Es decir, podríamos argumentar que ambas empresas crecieron en ventas de acuerdo con el promedio del mercado y fue más bien (paradójicamente) que el año 2015 en que se produjo el escándalo, las ventas de Volkswagen fueron inusualmente altas.

El punto del caso Volkswagen es simplemente poner un ejemplo reciente de cómo es posible que (al menos en algunas circunstancias) las buenas políticas corporativas o la amigable y armoniosa relación con el entorno no resulten tan relevantes al momento en el que los consumidores adoptan sus decisiones de inversión. Y si no son relevantes (o son poco relevantes) para los consumidores no es muy probable que lo sean para los inversionistas. Desde la perspectiva de los inversionistas, si la empresa genera muchas ventas, tiene mejores posibilidades de pagar sus deudas y de producir utilidades.

Sobre la base de esta idea, mi conclusión es que las mejores perspectivas para el futuro que ofrece la adopción de las mejores prácticas de gobernanza corporativa constituye un elemento que agrega valor a la empresa pero probablemente, al menos en algunas circunstancias, no es el principal ni el prioritario. Por consiguiente, cuando los administradores de una empresa enfrentan muchas posibles alternativas de inversión con recursos limitados, y los recursos siempre son limitados, probablemente optarán por priorizar otras inversiones que tengan un impacto mayor en la generación de valor.

Si lo anterior es correcto, ello explicaría por qué (al igual que con las instituciones a las que se refería North) la adopción de prácticas de gobernanza corporativa es un fenómeno que ocurre o tiende a ocurrir por etapas. Así, si bien todas las empresas pueden mejorar sus prácticas de gobierno

corporativo, en el mercado veremos que son las empresas más grandes, las que se preocupan de ello. Es decir, aquellas empresas que muy probablemente ya han trabajado e invertido en la mejora de otras muchas cosas que generan un impacto más claro en el valor de la empresa.

7. Conclusiones

La teoría que he tratado de describir en estas líneas no tiene por objeto desmerecer la importancia de la gobernanza corporativa. No solo estoy convencido de su importancia sino que el mercado ha otorgado pruebas bastante más confiables que mi opinión acerca de cuán importante es. Mi intención es simplemente formular una hipótesis que consiste en los siguientes puntos:

- a) La adopción de prácticas de gobernanza corporativa es una decisión de negocio que, por lo tanto, se adopta en consideración a una evaluación de costos y beneficios.
- b) Dado que los beneficios de la adopción de prácticas de gobernanza corporativa tienen su expresión más concreta en el mercado de valores, es razonable suponer que su desarrollo estará básicamente concentrado en las empresas que acceden a dicho mercado.
- c) La mayor parte de las empresas en el Perú, inclusive entre las que ya tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, no tienen interés en financiarse a través de ese mercado público, por lo que no tienen incentivos para adoptar prácticas de gobernanza corporativa.

(26) Véase las memorias anuales de Volkswagen AG del año 2014 y anteriores. Disponibles en: <http://annualreport2014.volkswagenag.com.html>.

(27) Véase la memoria anual de BMW Group por el año 2016. Disponible en: https://www.bmwgroup.com/content/dam/bmw-group-websites/bmwgroup_com/ir/downloads/en/2017/GB/13044_BMW_GB16_en_Finanzbericht.pdf



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

- d) La adopción de prácticas de gobernanza corporativa es susceptible de generar valor en la empresa, pero no necesariamente es el elemento más importante o prioritario del éxito empresarial; en consecuencia, resulta una baja prioridad para las empresas que todavía están en la búsqueda de un nivel óptimo de desarrollo y sofisticación en otros aspectos de su actividad comercial.
- e) Como consecuencia de lo anterior, la adopción de prácticas de gobernanza corporativa es parte de un desarrollo por etapas, que explica por qué son las empresas más grandes y sofisticadas, las que más invierten en este tipo de políticas corporativas.

Al contrario de lo establecido en esta hipótesis, la aproximación que frecuentemente vemos del mercado y del regulador hacia el buen gobierno corporativo, suele ser una exhortación a que las empresas se porten bien, como si se tratase de una campaña de buena voluntad y no de una decisión de negocio.

En tal sentido, opino que nuestro actual tratamiento de la gobernanza corporativa, con reglas de autoevaluación y de principios tan vagos que parecen carentes de todo contenido, es erróneo. Al final, pareciera que los supervisados y el regulador jugaran un juego en el que cada uno de los primeros afirma tener un gobierno corporativo excelente

e insuperable; mientras que el segundo siente que con su campaña de buena voluntad puede obtener resultados.

8. Referencias bibliográficas

De Soto, Hernando, Ghibellini, Mario, Ghersi, Enrique y el Instituto Libertad y Democracia. 2009. *El otro sendero. Una respuesta económica a la violencia*. 3ª ed. Lima: Grupo Editorial Norma.

DRAE. Véase Diccionario de la Real Academia Española.

Guarniz Izquierdo, Reynaldo Antonio. 2003. La promoción del mercado de valores en el Perú. **IUS ET VERITAS** 26 (julio): 182-209.

Hansmann, Henry y Reiner Kraakman. 2003. El rol esencial del derecho de las organizaciones. *Themis* 46: 15-45.

Michigan Supreme Court. 1919. *Dodge vs. Ford Motor Co.*

North, Douglass C. 1991. *Institutions The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 5. No. 1.

Organization for Economic Co-operation and Development. *Principles of Corporate Governance*. 1999.

Smith, Adam. 2009. *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. Madrid: Editorial Tecnos.

Stout, Lynn A. 2008. Why we should stop teaching Dodge v Ford. Cornell Law Faculty Publications. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1013744> 