

# UNA TEORÍA SOBRE DEPENDENCIA DE CAMINOS EN PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO\*

Lucian Arye Bebchuck\*\* y Mark J. Roe\*\*\*

¿Por qué si muchas de las diferencias económicas entre los países desarrollados han desaparecido, sus estructuras corporativas continúan difiriendo? Partiendo de esta pregunta los autores desarrollan una teoría sobre la dependencia de estructuras corporativas que contribuye a explicar el por qué de estas diferencias corporativas, y cómo, a pesar de la globalización y las fuerzas que empujan hacia la eficiencia, no debemos esperar que éstas desaparezcan. Así, esta teoría que desafía una visión comúnmente aceptada de convergencia de las estructuras corporativas, analiza el rol jugado por los accionistas con control, las normas corporativas y los grupos de interés en la determinación y mantenimiento de dichas estructuras.

---

\* El presente artículo fue originalmente publicado en el *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, pp. 127-170, bajo el título: *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. La traducción fue realizada por Javier de Belaunde de Cárdenas, miembro de la comisión de contenido de THEMIS-Revista de Derecho, bajo la supervisión de Camila de Belaunde de Cárdenas, MBA Universidad de Michigan, y del licenciado Manuel Nieto Garriga.

\*\* Profesor William J. Friedman and Alicia Townsend Friedman de Derecho, Economía, y Finanzas de la Facultad de Derecho de Harvard.

\*\*\* Profesor *Milton Handler* de Regulación Mercantil, de la Facultad de Derecho de la Universidad de Columbia. Nos beneficiamos con los comentarios de Merrit Fox, Ron Harris, Marcel Kahan, Ehud Kamar, Louis Kaplow, Randy Kroszner, Benjamin Mojuye, Roberta Romano, Reinhard Schmidt, Gerald Spindler, Luigi Zingales, y los participantes de los talleres realizados en Harvard, la Universidad de Frankfurt, la Universidad de Nueva York, la conferencia de 1997 de la Facultad de Derecho de Columbia sobre sistemas convergentes, las reuniones de 1998 de la American Law and Economics Association y el Summer Institute of the National Bureau of Economic Research, y el European Symposium on Financial Markets in Gerzensee de 1999. Por el apoyo económico, Lucian Bebchuk agradece al John M. Olin Center for Law, Economics, and Business de la Facultad de Derecho de Harvard y a la National Science Foundation, y Mark Roe agradece al Columbia Law School Project on Corporate Governance.

## INTRODUCCIÓN

La propiedad y el gobierno corporativo difieren entre las economías avanzadas del mundo. Las corporaciones de algunos países tienen propiedad difundida con gerentes firmemente en control, las corporaciones de otros países tienen propiedad concentrada, y aun en otros países, los trabajadores influyen fuertemente en la empresa. Durante el último medio siglo desde la Segunda Guerra Mundial, economías, prácticas en los negocios, y niveles de vida han convergido en Europa occidental, los Estados Unidos y Japón. Pero sus estructuras de propiedad corporativa se han mantenido diferentes, y diferentes grados de concentración de propiedad e influencia de los trabajadores han persistido. ¿Qué explica estas diferencias? ¿Debería esperarse que estas persistan o desaparezcan?

Arrojamos luz sobre las preguntas anteriores mostrando que existen fuentes significativas de dependencia de caminos en los modelos de estructura de propiedad corporativa. Debido a esta dependencia de caminos, el modelo de estructura de propiedad de un país depende en parte, en cualquier punto en el tiempo, de los modelos que tenía en el pasado. Por consiguiente, cuando los países tuvieron estructuras de propiedad diferentes en el pasado —porque pasaban por situaciones diferentes en ese momento, o incluso debido a hechos históricos— estas diferencias podrían persistir posteriormente en el futuro aunque sus economías se hubiesen vuelto muy similares.

En la Parte I, describimos nuestra investigación. ¿Por qué, en oposición al contexto de fuerzas para la convergencia global, las economías avanzadas difieren tanto en sus estructuras de propiedad corporativa? En concreto, nuestro análisis se concentra en una dimensión importante de las diferencias entre los países: si sus corporaciones comúnmente tienen o no a un accionista con el control de la empresa.

Nosotros distinguimos en la Parte I dos fuentes de dependencia de caminos. Una fuente de dependencia de caminos —que hemos denominado dependencia de caminos guiada por la estructura— se ocupa del efecto directo que tienen las estructuras de propiedad iniciales en las estructuras de propiedad posteriores. Mostramos cómo las estructuras corporativas que una economía tiene en un momento dado están influenciadas por las estructuras de propiedad que tuvo en el pasado.

Otra fuente de dependencia de caminos—que llamamos dependencia de caminos guiada por las normas—surge del efecto que tienen las estructuras de propiedad iniciales en las estructuras posteriores, a través de su influencia en las normas legales que rigen a las corporaciones. Por normas corporativas, nos referimos a todas las normas legales que gobiernan la relación entre la corporación y sus inversionistas, accionistas, y gerentes y las relaciones entre estos agentes— no sólo incluyendo al derecho corporativo como convencionalmente se le entiende, sino también al derecho de títulos valores y las partes relevantes de las leyes que gobiernan la insolvencia, las relaciones laborales, y las instituciones financieras. Mostramos que, en sí mismas, las normas corporativas son dependientes de caminos. Las siguientes dos partes del trabajo analizan a su vez estas dos fuentes principales de dependencia de caminos.

La Parte II se ocupa de la dependencia de caminos guiada por la estructura. Aquí analizamos cómo las elecciones de estructura de propiedad corporativa serán influenciadas directamente por las estructuras iniciales que tenía la economía.<sup>1</sup> Con este fin, mostramos cómo las elecciones de estructura de propiedad podrían diferir en dos economías que actualmente tienen normas corporativas idénticas pero que comenzaron con estructuras

<sup>1</sup> Enunciada formalmente, nuestra afirmación es como sigue. Permítanos enunciar con  $S_1$  y  $R_1$ , respectivamente, a las estructuras y normas corporativas que una economía tiene al momento  $T_1$ , y por  $S_0$  las estructuras que la economía tuvo antes en el momento  $T_0$ . Nuestra afirmación es que  $S_1$  estará no sólo en función de  $R_1$ , las normas legales que prevalecen en la economía, sino también de  $S_0$ , las estructuras corporativas que el país tuvo inicialmente.

de propiedad diferentes. Nosotros identificamos dos razones por las que las estructuras anteriores de propiedad de una economía podrían afectar a las estructuras subsiguientes—una basada en eficiencia y otra en la búsqueda de rentas. Primero, la estructura de propiedad eficiente para una compañía a menudo es dependiente de caminos. Debido a costos hundidos de adaptación, a externalidades de red, complementos institucionales, y múltiples puntos de equilibrio, la eficiencia relativa de las estructuras de propiedad alternativas depende en parte de las estructuras con la que la compañía y/u otras compañías de su entorno comenzaron.

Segundo, las estructuras corporativas existentes también podrían tener poder de persistencia debido a la búsqueda interna de rentas, incluso si dejaran de ser eficientes. Aquellos grupos que participan en el control corporativo bajo una estructura existente podrían tener el incentivo y el poder para impedir cambios que podrían reducir sus beneficios privados de control, pese a que el cambio podría ser eficiente. Por ejemplo, un accionista con control podría elegir no pasar su empresa a una estructura de propiedad difundida porque el cambio reduciría sus beneficios privados del control. Igualmente, los gerentes de una compañía con propiedad difundida, buscando mantener su independencia, podrían elegir impedir que su empresa pase a una estructura de propiedad concentrada, aun cuando el cambio en conjunto sería eficiente. Y en las naciones en las cuales los sindicatos laborales juegan un rol en el control corporativo, los dirigentes sindicales podrían buscar mantener las estructuras que les dan tal poder. Mientras aquellos que pueden bloquear la transformación estructural no asuman por completo los costos de persistencia, o no capturen por completo los beneficios de un cambio eficiente, las estructuras ineficientes ya establecidas podrían persistir. De hecho, todos los cambios potencialmente eficientes tendrían lugar en un mundo puramente Coaseano. Sin embargo, como mostramos, las transacciones que son factibles en nuestro imperfecto mundo Coaseano a menudo no impedirían la persistencia de algunas estructuras ineficientes ya establecidas.

La Parte III se enfoca en la dependencia de caminos guiada por las normas. Argumentamos que las normas legales de un país en cualquier momento, podrían estar

fuertemente influenciadas por los modelos de propiedad que el país tenía en el pasado.<sup>2</sup> Identificamos dos razones para la dependencia de caminos de las normas—una basada en eficiencia y la otra en la política de los grupos de interés. Primero, asumiendo incluso que las normas legales sólo se escogen por razones de eficiencia, los modelos de propiedad iniciales influyen en la eficiencia relativa de las normas corporativas alternativas; argumentamos que el grupo de normas que sería eficiente, podría depender del modelo existente de estructuras e instituciones corporativas del país.

Segundo, la dependencia de caminos guiada por las normas podría surgir de la política de los grupos de interés. El modelo inicial de las estructuras corporativas de un país, influye en el poder que varios grupos de interés tienen sobre el proceso de creación de las normas corporativas. Si el modelo inicial proporciona a un grupo de agentes de relativamente mayor riqueza y poder, este grupo tendrá una mejor probabilidad de tener posteriormente normas corporativas que los favorezcan. Las posiciones de ventaja dentro de las empresas se transformarán en posiciones de ventaja en la política de un país. Y este efecto sobre las normas corporativas reforzará los modelos iniciales de estructura de propiedad. Por ejemplo, una vez que un país tenga normas que favorecen a los gerentes y que protegen estructuras de propiedad difundida, estos gerentes tendrán mayor poder político, y este poder a su vez incrementará la probabilidad de que el país continúe teniendo esas normas. Similarmente, una vez que un país tenga normas legales que aumenten los beneficios privados de los accionistas con control y por ende alienen la presencia de tales accionistas, el poder político de los mismos también incrementará la probabilidad de que el país continúe con tales normas.

Mientras que un país tiene un sistema legal por debajo del óptimo debido a la política de los grupos de interés, este nivel podría incentivar a aquellos que establecen compañías en optar por salirse del sistema legal del país a través de disposiciones apropiadas en la escritura de constitución o constituirse en corporación extranjera o inscribirse en el extranjero. En un mundo Coaseano, tales mecanismos podrían llevar a todas las compañías a ser gobernadas por los mismos acuerdos eficientes. Como explicamos, sin embargo, en un mundo

<sup>2</sup> Enunciada formalmente, nuestra afirmación es que  $R_t$ , las normas legales que una economía tiene en un momento dado  $T_t$ , están en función de  $S_0$ , las estructuras corporativas que la economía tuvo inicialmente en  $T_0$ .

Coaseano imperfecto, estos mecanismos son imperfectos y no puede esperarse que produzcan tal convergencia rigurosamente.

El enfoque del análisis en las Partes II y III no es sobre la posibilidad de que las estructuras y normas corporativas puedan ser ineficientes—sino sobre la posibilidad de que tales estructuras y normas puedan ser dependientes de caminos. Nuestro análisis de la dependencia de caminos difiere de un análisis de posibles ineficiencias en dos sentidos. Primero, estructuras y normas corporativas pueden ser dependientes de caminos y eficientes al mismo tiempo debido a que, como mostramos, la identidad de la estructura o norma corporativa eficiente podría depender de los modelos de propiedad originales de un país. Segundo, aunque otra parte del análisis sí involucra la posibilidad que estructuras o normas corporativas ineficientes pudieran surgir, el enfoque en esta parte del análisis no es sobre la posibilidad de ineficiencia sino sobre el rol jugado por la dependencia de caminos. Alguien podría aceptar que la política de los grupos de interés puede producir normas corporativas ineficientes pero esperar más o menos el mismo tipo de normas ineficientes. Por esta razón, nuestro análisis no se enfoca en la posibilidad que surjan normas ineficientes, sino más bien en demostrar por qué sería probable que surjan de diferentes maneras y a una magnitud distinta en diferentes países, dependiendo de las condiciones iniciales de los países. Por ejemplo, en nuestro análisis de la política de los grupos de interés, nos concentramos en explicar por qué las normas legales ineficientes, resultantes de la política de los grupos de interés, podrían variar entre los países debido a los modelos iniciales de estructuras de propiedad corporativa.

En las Partes II y III, pondremos especial atención a las fuerzas creadas por la creciente globalización. En ambas partes, explicaremos por qué no puede esperarse que las presiones ejercidas por el producto global y los mercados de capitales eliminen la dependencia de caminos.

Mientras nos enfocamos en la dependencia de caminos, también discutimos en la Parte IV otras razones, no enraizadas en la dependencia de caminos, por las cuales las estructuras corporativas podrían variar entre los países y continuar haciéndolo por más tiempo. La dependencia de caminos se enfoca en las razones por las cuales países que son similares en todos los otros aspectos de su economía, podrían seguir difiriendo en sus estructuras

corporativas. Sin embargo, economías avanzadas podrían diferir en algunos aspectos relevantes. Diferencias en la naturaleza de empresas y mercados, y en opiniones, cultura, ideología, y orientación política, posiblemente todas hayan impedido, y aún continúen impidiendo, la convergencia de las estructuras corporativas.

La dependencia de caminos, entonces, puede jugar un rol importante en el desarrollo de la propiedad corporativa y las estructuras de gobierno alrededor del mundo. Las fuentes de dependencia de caminos que identificamos pueden explicar por qué (a pesar de la presión de fuerzas poderosas hacia la convergencia, en un mercado cada vez más competitivo y globalizado) las economías avanzadas todavía difieren, en formas importantes, en sus modelos de propiedad y gobierno corporativo. El camino de dependencia identificado también indica que algunas diferencias importantes podrían persistir.

## I. EXPLICANDO LAS DIFERENCIAS PERSISTENTES

En esta Parte, describimos nuestra investigación, definimos nuestros términos, describimos a las fuerzas competitivas que podrían verse como reductoras graduales de las diferencias estructurales, y presentamos el problema en el que nos enfocamos: ¿Por qué han persistido las estructuras corporativas diferentes cuando otras tantas diferencias económicas no? Luego identificamos dos fuentes de dependencia de caminos que pueden ayudar a responder esta pregunta.

### A. El enfoque de nuestra investigación

Nos concentramos en cómo los países se diferencian en la estructura de propiedad y gobierno de sus corporaciones—esto es, cómo se distribuye la propiedad de las empresas y cómo se distribuye la autoridad entre dueños, directorio, altos ejecutivos y empleados. En concreto, nos enfocamos en la relativa concentración o difusión de la propiedad de las compañías que cotizan en los mercados de valores. Esta dimensión de estructura corporativa es importante porque la presencia o ausencia de un accionista con control afecta sustancialmente la forma en que, y los fines hacia donde, una corporación será dirigida.

En la actualidad, compañías comercializadas en los mercados de valores de los Estados Unidos y el Reino Unido comúnmente tienen propiedad difundida, mientras que las compañías comercializadas en los mercados de valores de otras economías avanzadas

comúnmente tienen un accionista con control.<sup>3</sup> De hecho, mientras que la mayoría de las grandes empresas norteamericanas tienen propiedad difundida, el ochenta y cinco por ciento de las grandes empresas alemanas persisten en tener un gran accionista (usualmente una familia, a veces un financista) poseedor del veinticinco por ciento o más de las acciones con derecho al voto.<sup>4</sup> Y mientras algunos observadores creen que una convergencia corporativa «funcional» ha tenido lugar,<sup>5</sup> puede haber pocas dudas que, dada la importancia de los accionistas con control, los países que difieren en la incidencia de estos accionistas tienen estructuras corporativas que difieren, substancialmente, unas de otras. Estas diferencias persisten hoy a pesar de la convergencia de otras instituciones económicas.

También miraremos la participación de los empleados en las estructuras de poder de las empresas. Ésta es, nuevamente, una dimensión importante de las diferencias internacionales actuales. En las corporaciones alemanas, los empleados están involucrados en el control de estas a través de la «codeterminación», pero no tienen la misma influencia directa y formal en corporaciones de otras economías.

Nuestro enfoque estará en las bases de dependencia de caminos para la divergencia. Por bases dependientes de caminos, nos referimos a las razones que surgen de las diferentes condiciones iniciales con las que los países empezaron. Tome dos países y asuma que, aunque siendo diferentes en sus estructuras corporativas y normas legales iniciales, hace algún tiempo se volvieron idénticos en lo que se refiere a sus economías, políticas, tipos de empresas, culturas, normas,

e ideologías. ¿Las diferencias en las estructuras corporativas todavía podrían persistir? Sí podrían, en el sentido que las estructuras y normas corporativas de un país dependen, como argumentaremos, de las estructuras y normas corporativas iniciales del país.

Dado nuestro interés en la dependencia de caminos, nos enfocaremos en las estructuras y normas corporativas que prevalecen en las economías avanzadas del mundo. Cuando dos países están en niveles agudamente diferentes de desarrollo económico, habrían razones claras, diferentes a la dependencia de caminos, para que sus modelos de propiedad difieran. Nos enfocaremos, entonces, en las economías avanzadas, porque su estado similar de desarrollo económico nos permite concentrarnos en la dependencia de caminos.

## **B. La persistencia de diferencias corporativas**

### **1. La globalización y el empuje hacia estructuras eficientes**

Podría pensarse que, actualmente, las economías avanzadas deberían desplegar modelos similares de estructura corporativa. Las compañías en estos países enfrentan problemas similares de gobernabilidad. Todas las grandes empresas comparten algunas funciones claves que les son comunes: el capital debe ser reunido, la gerencia debe ser seleccionada y entrenada, y la información debe ser transmitida a los principales tomadores de decisiones. Imperativos organizacionales podrían exigir similitudes organizacionales. Y otras fuerzas poderosas, podría argumentarse, empujan a países y

<sup>3</sup> Para trabajos que comparan la incidencia de los accionistas con control en diferentes países, ver BECHT, Marco y Ailsa ROEL. «Blockholding in Europe: An International Comparison». 43 EUR. ECON. REV. 1049 (1999) (discutiendo el tamaño de los bloques de acciones en Europa); LA PORTA, Rafael; Florencio LOPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER. «Corporate Ownership Around the World». 54 J. FIN. 471 (1999) (encontrando que sólo unas pocas economías tienen compañías con propiedad difundida). Para estudios que documenten la alta incidencia de accionistas con control en países específicos de Europa, ver ZINGALES, Luigi. «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience». 7 REV. FIN. STUD. 125, 131 (1994) (mostrando una alta concentración de propiedad en una muestra de grandes compañías públicas en Italia); BIANCHI, Marcelo; Magda BIANCO y Luca ENRIQUES. «Ownership, Pyramidal Groups and Separation Between Ownership and Control in Italy». (septiembre 1997) (inédito, en archivo del Stanford Law Review) (encontrando una alta concentración de propiedad en Alemania).

<sup>4</sup> FRANKS y MAYER, nota 3 *supra*, en 8 (encontrando, en una muestra de 171 empresas alemanas, que en el ochenta y cinco por ciento de estas, propietarios individuales tenían el veinticinco por ciento o más de las acciones con derecho a voto).

<sup>5</sup> Ver, por ejemplo, KAPLAN, Steven N. «Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany». 10 J.L. ECON. & ORG. 142, 144 (1994) (encontrando tendencias análogas influenciando el movimiento de los miembros de las juntas en Japón, Alemania y los Estados Unidos); KAPLAN, Steven N y Bernadette A. MINTON. «Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers».

36 J. FIN. ECON. 225, 256-57 (1994) (sugiriendo que el gobierno corporativo en Japón juega, esencialmente, el mismo rol que las tomas de control de empresas y las peleas de mandato en los Estados Unidos); ROMAN, Elisabeth. «Une nouvelle génération s'installe à la tête du capitalisme familial italien» [Una Nueva Generación se Establece a la Cabeza del Capitalismo Italiano]. En: LE MONDE, 15 de mayo de 1998, p. 17. (discutiendo como la nueva generación de ejecutivos italianos está siguiendo, cada vez más, los modelos empresariales norteamericanos); STEINMETZ, Greg. «Changing Values: Satisfying Shareholders Is a Hot New Concept at Some German Firms».

WALL ST. J., 6 de marzo de 1996, disponible en 1996 WL-WSJ 3097228 (discutiendo una creciente solicitud de accionistas por los ejecutivos alemanes).

empresas a adoptar las normas y estructuras corporativas más eficientes. No hacerlo en nuestra competitiva aldea global hace que las empresas y economías corran el riesgo de quedarse rezagadas. Una empresa que no adopte la mejor estructura sería perjudicada en sus utilidades y valor o en su habilidad para conseguir capital nuevo. Los países que fracasasen en adoptar normas eficientes infligirían costos a sus corporaciones, las cuales valdrían menos y serían menos capaces de conseguir capital; como resultado, las empresas, fábricas, y negocios podrían sufrir, o emigrar del país.<sup>6</sup>

Otra forma de plantear el mismo punto de vista es que, al igual que las nuevas tecnologías eficientes se expanden rápidamente, uno podría esperar (por analogía) que las nuevas tecnologías corporativas, de ser mejores, se expandan rápidamente. El gobierno corporativo podría ser visto como una tecnología—similar a una técnica de manufacturación, un sistema de administración de inventarios, o a una ingeniería de economía de escala—y las empresas enfrentan fuertes incentivos para adoptar las mejores tecnologías corporativas posibles:

La corporación y sus valores son productos en los mercados financieros tanto como las máquinas de coser u otros productos que la

empresa fabrique. Así como los fundadores de una empresa tienen incentivos para hacer los tipos de máquinas de coser que las personas quieren comprar, ellos tienen incentivos para crear el tipo de empresa, estructura de gobierno, y valores que los clientes en los mercados de capitales quieren.<sup>7</sup>

La adopción de las mismas tecnologías eficientes de gobierno corporativo entre las economías avanzadas podría facilitarse, bajo la visión en consideración, por el flujo fácil de información sobre las tecnologías corporativas. Los inversionistas globales y las multinacionales traen consigo la familiaridad con las prácticas extranjeras.<sup>8</sup> Los informes nacionales regularmente consideran prácticas vistas en otras partes y las califican como beneficiosas.<sup>9</sup>

## 2. La persistencia

Dadas estas presiones hacia la reducción de las diferencias corporativas, la pregunta que surge es por qué la propiedad y las estructuras de gobierno corporativo continúan siendo diferentes.

Para validar estas presiones, es posible indicar movimientos que están reduciendo ciertas diferencias—por ejemplo, los esfuerzos para fomentar más accionariados difundidos en Europa,<sup>10</sup> las declaraciones de los bancos alemanes expresando que venderán las

<sup>6</sup> Ver EASTERBROOK, Frank H y Daniel R. FISCHER. «The Economic Structure of Corporate Law». 212-18 (1991) (argumentando que la competencia induce la convergencia en normas estatales); KARMEL, Roberta S. «Is It Time for a Federal Corporation Law?». 57 BROOK. L. REV. 55, 90 (1991) («A pesar de estas diferencias históricas en la práctica del gobierno corporativo en el Reino Unido y los países continentales, las leyes pronto se volverán más congruentes...»); comparar con DEMSETZ, Harold. «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm». 26 J.L. & ECON. 375, 375-77 (1983) (argumentando que hay una presión irresistible sobre las estructuras corporativas hacia la eficiencia).

<sup>7</sup> EASTERBROOK y FISCHER, nota 6 *supra*, en 4-5 (énfasis del autor).

<sup>8</sup> A fines de los años noventa, esta fuerza inversionista migrante tiende a hacer que el gobierno corporativo converja más hacia los modelos norteamericanos que hacia otros, esto se explica por ser los norteamericanos los inversionistas internacionales más activos, hasta ahora, en lograr iniciativas en gobierno corporativo. Ver ORANGE, Martine y Enguérand RENAULT. «Les patrons français se sont convertis aux exigences des actionnaires». [Los Propietarios Franceses se han Convertido a las Exigencias de los Accionistas]. En: LE MONDE, 23 de abril de 1998, en 21 (notando que los accionistas extranjeros, normalmente anglosajones, en las grandes empresas francesas están presionando a los gerentes a que se preocupen más por el valor del accionista); TAGLIABUE, John. «Compliments of U.S. Investors: New Activism Shakes Europe's Markets». En: N.Y. TIMES, 15 de abril de 1998, en D1 (notando la propagación del activismo del accionista norteamericano); WEBB, Sara. «Calpers Sees New Targets Overseas». En: WALL ST. J., 20 de Octubre de 1997, en C1, disponible en 1997 WL-WSJ 141 70443 (notando los intentos de Calpers por mejorar el gobierno corporativo de las compañías extranjeras). La toma del control de Chrysler por Daimler podría poner a las prácticas de gobierno alemanas en sintonía con las norteamericanas (o una mayor expansión de las prácticas norteamericanas en Alemania).

<sup>9</sup> Ver Corporate Governance Forum of Japan, Corporate Governance Principles—A Japanese View (Informe Interino) (1997) (discutiendo, en general, sobre gobierno corporativo); Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils (1993) (discutiendo el valor de la posesión institucional de grandes bloques de acciones); MÜLBERT, Meter. «EMPFEHLEN SICH GESETZLICHE REGELUNGEN ZUR EINSCHRÄNKUNG DES EINFLUSSES DER KREDITINSTITUTE AUF AKTIENGESELLSCHAFTEN?» [¿Están las normas limitando la influencia de los bancos de forma deseable?] (1996) (discutiendo la utilidad de sistemas de gobierno alternativos); ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, BUSINESS SECTOR ADVISORY GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE, INSTITUTIONAL MODERNISATION FOR EFFECTIVE AND ADAPTIVE CORPORATE GOVERNANCE: CHALLENGES AND RESPONSES (1997) (buscando los principios mundiales básicos de gobierno corporativo); PORTER, Michael E. «Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System». En: HARV. BUS. REV., septiembre-octubre de 1992, en 65-82 (abogando por la adopción de las innovaciones de gobierno corporativo extranjero).

<sup>10</sup> Ver GORDON, Jeffrey N. «Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany». 5 COLUM. J. EUR. L. 219, 220 (1999).

acciones que poseen,<sup>11</sup> los titulares en Europa de adquisiciones de control,<sup>12</sup> y la influencia creciente de los inversionistas institucionales norteamericanos en los Estados Unidos (con la posibilidad de adquirir la influencia alguna vez tenida por instituciones financieras en Europa continental y Japón).<sup>13</sup> Pero estas historias son contrarrestadas por una persistencia considerable. Por ejemplo, los bancos alemanes, a pesar de su retórica sobre su retiro de la propiedad de acciones, hasta ahora se aferran a ellas. De hecho, durante la última década, los bancos alemanes han aumentado, en las cien empresas más grandes de Alemania, de cuarenta a más de cincuenta el número de bloques de acciones influyentes del que son dueños.<sup>14</sup> Así, mientras los bancos alemanes parecen haber fallado en su labor de monitoreo en casos publicitados, y mientras han sido regularmente el blanco de los sentimientos populistas, su considerable propiedad de acciones ha persistido. Similarmente, la concentración familiar de la propiedad de las grandes empresas alemanas persiste.<sup>15</sup>

Con respecto a Japón, dado el derrumbe del sistema bancario japonés, y los reconocidos problemas del gobierno corporativo japonés, uno hubiese esperado una disminución en la propiedad bancaria de los grandes bloques corporativos en Japón. Sin embargo, los datos sobre la propiedad de las grandes empresas japonesas en las tres últimas décadas, apenas indican alguna variación en lo que se refiere a la propiedad de los bancos y las aseguradoras.<sup>16</sup>

En cualquier caso, no importa para nuestros propósitos si la variación global entre las estructuras de propiedad de los países se ha ido estrechando un poco, manteniéndose igual, o incrementándose —una pregunta que

no se puede responder con la información que se posee. Lo que es claro es que, a pesar de las fuerzas de globalización y eficiencia, algunas diferencias claves en las estructuras corporativas de los países han persistido. Esta observación plantea preguntas importantes a los investigadores: ¿Por qué han persistido tales diferencias? ¿Y estas persistirán en el futuro?

## C. Fuentes de la dependencia de caminos

Nuestro enfoque estará en el papel que es jugado por la dependencia de caminos en la creación y mantenimiento de las diferencias en las estructuras corporativas. Hay dos fuentes de dependencia de caminos. Un tipo de dependencia de caminos, el cual analizaremos en la Parte II, es guiada por la estructura. Por dependencia de caminos guiada por la estructura, nos referimos a las formas en las que las estructuras de propiedad iniciales, en una economía, influyen directamente las estructuras de propiedad posteriores. Como veremos, hay dos formas por las cuales las estructuras de propiedad de una economía pueden depender de sus modelos iniciales de estructura de propiedad corporativa.

El otro tipo de dependencia de caminos surge de las normas corporativas. Estas normas pueden influenciar a la propiedad corporativa y a las estructuras de gobierno. En particular, tales normas pueden moldear las opciones entre las estructuras de propiedad que tienen y las que no tienen a un accionista con control. Las normas corporativas afectan a las estructuras de propiedad y gobierno en, al menos, tres formas.

Primero, la propiedad concentrada puede ser desalentada por la presencia de normas legales que hagan más difícil o más costosa la acumulación y la posesión de grandes bloques de acciones por las instituciones financieras.<sup>17</sup>

<sup>11</sup> Ver, por ejemplo, COLEMAN, Brian y Dagmar AALUND. «Deutsche Bank to Cash Out of Industrial Stakes». En: WALL ST. J., 16 de diciembre de 1998, en A17 (notando que el Deutsche Bank anunció planes para vender acciones); Role of the Financial Services Sector: Hearings Before the Task Force on the International Competitiveness of U.S. Financial Institutions of the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 101st Cong. 164-65 (1990) (notando que los ejecutivos del Deutsche Bank revelaron intenciones de venta de acciones).

<sup>12</sup> Ver, por ejemplo, FAY, Sophie y Pascale SANTI. «L'offensive de la BNP plonge le monde bancaire dans la confusion» [la ofensiva de la BNP hundió al mundo bancario en la confusión]. En: LE MONDE, 12 de marzo de 1999, en 23 (notando que un banco francés hizo ofertas hostiles en simultáneo por otros dos grandes bancos).

<sup>13</sup> Ver ROE, Mark J. «Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance». 233-24 (1994) [de aquí en adelante: ROE. «Strong Managers»].

<sup>14</sup> Comparar: «Hauptgutachten der Monopolkommission, Marktöffnung umfassend verwirklichen» [Implementando Exhaustivamente la Apertura del Mercado] 187-92 (1996/1997) (sobre cincuenta 5% o 5%+ bloques de acciones de instituciones financieras en 1996), con: «Hauptgutachten der Monopolkommission, Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik» [Política de la Competencia o Política Industrial] 205-12 (1990/1991) (alrededor de cuarenta 5% o 5%+ bloques institucionales en 1990).

<sup>15</sup> Ver FRANKS y MAYER, nota 3 *supra*, en 25.

<sup>16</sup> Ver GIBSON, Michael S. «BIG BANG DEREGULATION AND JAPANESE CORPORATE GOVERNANCE: A SURVEY OF THE ISSUES» (Federal Reserve Int'l Fin. Discussion Paper No. 624, 1998) (concluyendo que las reformas de las instituciones financieras en Japón han tenido, hasta ahora, un efecto limitado sobre el gobierno corporativo).

<sup>17</sup> Ver, ROE. «Strong Managers», nota 13 *supra*, en 26-49.

Este tipo de normas tienen una fuerte presencia en los Estados Unidos, pero no así en otros países.<sup>18</sup>

Segundo, en los sistemas corporativos que permiten a los accionistas con control extraer grandes beneficios privados del control, consideraciones de «protección de la renta» podrían llevar a la propiedad concentrada.<sup>19</sup> Cuando los beneficios privados del control son grandes, aquellos que establecieron la estructura corporativa en una oferta pública de acciones serían renuentes a dejar el control, porque al hacerlo atraerían intentos por tomar el control y tornarían a la estructura escogida en inestable. Además, cuando los beneficios privados del control son grandes, los accionistas con control de las compañías que cotizan en bolsa serán renuentes a renunciar a su control cerrado cuando recaudan capital extra, porque los accionistas existentes no los compensarían por desprenderse de los grandes beneficios que vienen con un control cerrado.

Tercero, algunos países tienen normas corporativas mandatorias que fuerzan, o empujan en una cierta dirección, la elección de la estructura de gobierno. Por ejemplo, algunas normas afectan la conformación del directorio y el grado de influencia de los trabajadores en las empresas.<sup>20</sup> Las normas del mercado de valores norteamericano y las doctrinas de derecho corporativo de los estados norteamericanos militan a favor de una alta proporción de directores independientes. Las normas japonesas pro-empleados llevan a los empleados de la empresa a dominar los directorios corporativos.<sup>21</sup> Y las normas alemanas disponen que los trabajadores tengan la mitad de los asientos de los directorios de las grandes empresas.<sup>22</sup>

Entonces, dada la importancia de las normas corporativas, las diferencias sustanciales de estas normas entre los países podrían ser

suficientes para producir diferencias sustanciales en los modelos de propiedad.

La Parte III estará enfocada en la dependencia de caminos guiada por las normas. Por dependencia de caminos guiada por las normas nos referimos al canal adicional e indirecto (pero importante) a través del cual las estructuras corporativas iniciales podrían afectar a las estructuras posteriores—al afectar a las normas empresariales futuras. Como mostraremos, las normas corporativas de una economía, que tendrán un efecto en la elección de las estructuras corporativas de propiedad, son en sí mismas influenciadas por los modelos iniciales de estructuras corporativas de la economía.

## II. DEPENDENCIA DE CAMINOS GUIADA POR LA ESTRUCTURA

Empezamos nuestro análisis de la dependencia de caminos analizando la dependencia de caminos guiada por la estructura. Queremos empezar enfocándonos en el efecto «directo» que las estructuras corporativas iniciales tienen sobre las estructuras posteriores en una economía. Específicamente, mostramos cómo las estructuras de propiedad de una economía dependen del modelo de estructuras de propiedad que la economía tuvo previamente.

Considere dos economías avanzadas,  $A$  y  $B$ , que tienen en el momento  $T_1$  el mismo juego de normas legales y condiciones económicas, pero que tenían antes, en  $T_0$ , diferentes modelos de estructuras de propiedad corporativa. Suponga, concretamente, que en  $T_0$ , las compañías en  $A$  comúnmente tenían un accionista con control y las compañías en  $B$  generalmente tenían propiedad difundida. Estas diferencias estructurales en  $T_0$  podrían deberse a que los países tenían diferentes normas legales o diferentes condiciones económicas. Mientras los dos países llegaron a  $T_1$  a través de diferentes caminos, en  $T_1$  ellos tienen las mismas normas corporativas y

<sup>18</sup> Ver *id.* en 167-97.

<sup>19</sup> Ver BEBCHUK, Lucian Arye. «A RENT-PROTECTION THEORY OF CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL» (National Bureau of Econ. Research Working Paper No. 7203, 1999) [de aquí en adelante: BEBCHUK. «RENT-PROTECTION THEORY»] (analizando cómo las consideraciones de «protección de la renta» afectan la elección de la estructura de propiedad en la etapa de la oferta pública de acciones); BEBCHUK, Lucian Arye. «Rent Protection and the Evolution of a Firm's Ownership Structure».

(July 1999) (manuscrito inédito, en archivo de autores) [de aquí en adelante: BEBCHUK. «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures»] (analizando cómo las consideraciones de «protección de la renta» influyen las elecciones de estructuras de propiedad después de que la empresa se vuelve pública).

<sup>20</sup> Ver ROE, Mark J. «Political Preconditions to Separating Ownership from Control». (Setiembre 1999) (manuscrito inédito, en archivo del Stanford Law Review) [de aquí en adelante: ROE. «Political Preconditions»].

<sup>21</sup> Ver IZUMIKAWA, Yasu. «Amidst Calls for Corporate Governance Reform, Nissan Questions Role of Non-Executive Directors». En: IRRR CORP. GOVERNANCE BULL., julio-setiembre de 1997, en 21 (notando la visión japonesa de que los no-ejecutivos aportan poco al gobierno corporativo).

<sup>22</sup> Ver PISTOR, Katharina. «Co-determination in Germany: A Sociopolitical Model with Governance Externalities». En: «EMPLOYEES' ROLE IN CORPORATE GOVERNANCE». BLAIR, Margaret y Mark J ROE (editores).

condiciones económicas. ¿Estas normas y condiciones idénticas  $T_1$ , implicarían que a partir de  $T_1$  los países también serían iguales en lo que se refiere a sus estructuras corporativas? La respuesta es no. Explicaremos en la Parte II.A cómo los modelos de propiedad iniciales en  $T_0$  podrían afectar la identidad de la estructura eficiente de una compañía dada en  $T_1$ . Luego explicaremos en la Parte II.B cómo el comportamiento interno de búsqueda de rentas podría proporcionar a las estructuras corporativas existentes de algún poder de persistencia.

## A. La dependencia de caminos de la estructura eficiente

La primera razón para la dependencia de caminos guiada por la estructura está fundamentada en la eficiencia. La identidad de la estructura eficiente para una compañía dada en  $T_1$  podría depender de los modelos iniciales de propiedad en  $T_0$  y podría diferir así entre A y B. Esta diferencia podría deberse a costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, o múltiples puntos de equilibrio. Explicaremos, brevemente, cada una de estas razones.

### 1. Costos hundidos de adaptación

Los costos hundidos pueden influenciar la elección eficaz de una estructura de propiedad corporativa. Considere la situación análoga en la que el mantenimiento de una fábrica existente podría ser eficiente aun cuando, la construcción de una fábrica diferente sería más eficiente si se construyera desde cero: Una vez que los equipos son costos hundidos, es decir sin ningún buen uso alternativo, continuar a menudo es eficiente. En una forma similar, los costos hundidos pueden ser importantes a la

hora de determinar qué estructura corporativa podría ser eficiente en cierto momento. Por ejemplo, en un país en el que la propiedad difundida era lo común en  $T_0$ , las empresas podrían haberse adaptado desarrollando programas de incentivos para los gerentes, añadiendo más directivos independientes, y creando estructura de deuda que reduzca los costos de agencia<sup>23</sup>. Una vez que estas diferentes adaptaciones tengan lugar en los países A y B en  $T_0$  (debido a sus estructuras de propiedad diferentes en  $T_0$ ), estas adaptaciones podrían ocasionar que la estructura de propiedad eficiente para una compañía en A y en B sea diferente en  $T_1$ .<sup>24</sup>

### 2. Complementos institucionales

Los complementos institucionales son similares a los costos hundidos de adaptación, pero ellos no involucran las adaptaciones realizadas por las empresas cuyas estructuras de propiedad se encuentran bajo consideración, sino las realizadas por otras entidades e instituciones. Instituciones, prácticas comerciales y colegios profesionales a menudo se desarrollan en cada país para facilitar el funcionamiento de las estructuras corporativas del país. Las estructuras de propiedad corporativa que un país tenía en  $T_0$  determinaron qué instituciones acompañantes, prácticas, y habilidades se desarrollaron. Y estos aspectos del entorno corporativo podrían, a su vez, influenciar qué estructuras serían eficientes luego en  $T_1$ .

Suponga que las estructuras de propiedad difundida funcionan mejor en la presencia de un mercado activo en adquisiciones y de prácticas contables transparentes, y que el desarrollo de tal mercado de adquisiciones y de prácticas contables transparentes requiere de las inversiones de las empresas y los agentes

<sup>23</sup> Las empresas desarrollan procedimientos que, al reducir los costos de transacción internos, les otorgan una ventaja competitiva. Estos procedimientos establecidos pueden producir una empresa bien adaptada a las condiciones de su entorno, pero si estas condiciones cambian radicalmente, la empresa no podrá deshacerse de sus procedimientos fácilmente. Estos se marchitan pero no se adaptan, y una nueva empresa surge con nuevos, pero mejor adaptados, procedimientos. Al punto que esta incapacidad por deshacerse de los procedimientos establecidos es cierta y se aplica a los procedimientos de gobierno, que la adaptación es lenta. Ver HENDERSON, Rebecca M y Kim B. CLARK. «Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms». 35 ADMIN. SCI. Q. 9, 9-10 (1990) (argumentando que las categorías tradicionales de incremento e innovación radical están conduciendo a conclusiones erróneas); comparar con ANTONELLI, Cristiano. «The Economics of Path-Dependence in Industrial Organization». 15 INT'L J. INDUS. ORG. 643, 644 (1997) (identificando cambios y costos hundidos como factores que inducen la no regresión). Al punto que esta rigidez potencial es un problema, que un gobierno que sea flexible será un mejor gobierno.

<sup>24</sup> Como un ejemplo: Las empresas alemanas probablemente se adaptaron a la «codeterminación» cuidando no cargar sus directorios, porque, probablemente, ni los gerentes ni los accionistas estaban contentos con acrecentar la participación de los trabajadores en los directorios «codeterminados». (Los trabajadores alemanes deben tener la mitad de los asientos del directorio de supervisión en las grandes empresas). Ellos han usado estructuras alternativas de gobierno a las del gobierno-en-el-directorio: reuniones informales entre los gerentes y los accionistas que tienen grandes bloques de control. Ver PISTOR. «Co-determination in Germany». Nota 22 *supra*; ROE, Mark J. «German Securities Markets and German Codetermination». 98 COLUM. L. REV. 167, 168 (1998) [de aquí en adelante: ROE. «German Codetermination»]. Una vez que se dio la adaptación a la «codeterminación», los agentes podrían no haber querido cambiar la propiedad y el gobierno.

para adquirir las tecnologías y maquinarias necesarias. El que un país tuviera o no esas actividades desarrollándose en  $T_0$  dependería de qué estructuras corporativas tuvo antes en  $T_0$ . En nuestro ejemplo, tal mercado pudo haberse desarrollado en el país *B*, en el que la propiedad difundida era común, pero no en el país *A*, en el que la propiedad difundida era anómala. Esto implica que, para algunas empresas, la propiedad difundida podría ser eficiente en  $T_1$  si están en *B* pero no si están en *A*.

### 3. Externalidades de red

Las externalidades de red también pueden inducir la persistencia.<sup>25</sup> La estructura de propiedad eficiente para una compañía dada podría depender de las estructuras que otras empresas en el país poseen. Hay una ventaja en usar la estructura dominante en la economía, con la cual los agentes están familiarizados. Así, la propiedad difundida puede ser menos costosa para una empresa si otras empresas se encuentran bajo propiedad difundida. Esta consideración podría hacer que sea eficiente para una empresa elegir una estructura de accionistas con control, si es que tal estructura es común entre las empresas de esa economía—y escoger una estructura de propiedad difundida, si las empresas de esa economía tienen, normalmente, tal estructura.

### 4. Atributos iniciales

Los atributos iniciales también pueden afectar la identidad de la estructura de propiedad eficiente. Los agentes teniendo bajo control una estructura existente podrían afectar su valoración de tener tal control, lo cual afectaría, a su vez, el valor total que las estructuras alternativas producirían.<sup>26</sup>

Especulando, tales atributos iniciales podrían dificultar el transformar ambas empresas, tanto las gobernadas bajo el estilo europeo de control familiar, como aquellas gobernadas bajo el estilo norteamericano de gerentes. Las familias europeas propietarias, estando en el control, podrían sobre valorar su control. Similarmente, los gerentes norteamericanos

ricos en activos, podrían sobre valorar su posición y poder. En cualquiera de los casos, los precios de oferta y demanda podrían diferir. Dadas las estructuras de control, el valor que estos dos grupos le dan al control es más alto del que estarían dispuestos a pagar por él si no lo tuvieran. En presencia de tales atributos iniciales, la eficiencia general de estas estructuras de control depende de si ellas existieron inicialmente.

### 5. Múltiples puntos de equilibrio

Las estructuras de propiedad afectan, de muchas maneras complejas, al gobierno y al valor corporativo. De esta manera, dos estructuras alternativas podrían presentar pros y contras comparadas entre sí, y podrían producir más o menos el mismo valor corporativo. Suponga que, bajo las normas corporativas que los países *A* y *B* tienen en  $T_1$ , la propiedad concentrada y la propiedad difundida tienen grandes pros y contras, y por lo tanto son (más o menos) igualmente eficientes. Dado que el cambio de una estructura a otra involucraría costos de transacción, el mantenimiento del *status quo* en cada país podría ser eficiente. En este caso, el modelo inicial de propiedad corporativa en cada una de las economías puede determinar el modelo posterior.

Por lo tanto, costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, y múltiples puntos de equilibrio podrían todos llevar a la identidad de la estructura de propiedad eficiente para las compañías en  $T_1$  a depender de la estructura inicial que la compañía y/o otras compañías tenían en la economía en  $T_0$ . Y esto proporciona algunas razones por las que las diferencias iniciales entre los países *A* y *B* en  $T_0$  podrían persistir luego en  $T_1$ .

### B. La persistencia de las estructuras existentes debido a la búsqueda de rentas

Ahora nos ocupamos de las razones de búsqueda de rentas, por las cuales las estructuras que existieron en  $T_0$  podrían tener poder de persistencia en  $T_1$ . Debido a la búsqueda de rentas, las estructuras establecidas

<sup>25</sup> Las externalidades de red en el derecho corporativo son explorados en KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. «Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases». 74 WASH. U. L.Q. 347, 350-53 (1996) (discutiendo aprendizajes y externalidades de red en los contratos corporativos), y LEMLEY, Mark A y David MCGOWAN. «Legal Implications of Network Economic Effects». 86 CAL. L. REV. 479, 562-86 (1998) (sugiriendo modificaciones apropiadas de las normas corporativas basadas en externalidades de red).

<sup>26</sup> Para meditar sobre otro posible atributo inicial, este podría ser el caso que la valoración de los trabajadores alemanes de la «codeterminación» depende de las condiciones existentes. Esto es, que podría ser que los trabajadores alemanes demanden más para dejar la «codeterminación» de lo que estarían dispuestos a pagar por ella en un primer lugar. Esto implica que la eficiencia general de la «codeterminación», para una empresa alemana, depende de si ya la tiene o no.

podrían ser mantenidas aunque ya no fueran eficientes en  $T_1$ . Aquellos grupos que participan del control bajo una estructura existente podrían tener tanto el poder como los incentivos para impedir cambios en la estructura. El cambio de una estructura de propiedad requiere, frecuentemente, de la cooperación de aquellos grupos que tienen el control de la empresa. Y el hecho que un cambio en la estructura de propiedad sea eficiente, no garantiza que los grupos que controlan la empresa siempre quieran que ocurra. Los grupos que controlan podrían impedir el cambio si este redujera sus beneficios privados de control por cuanto algunas de las ganancias de la eficiencia no serían capturadas por ellos, sino por otros. Y en estas situaciones, las estructuras establecidas podrían persistir.<sup>27</sup>

### 1. La persistencia de la propiedad concentrada

Suponga que, bajo las normas legales que los países A y B tienen ahora, la estructura eficiente para una compañía Y es la propiedad difundida. Si la compañía Y tenía propiedad difundida al comenzar en  $T_0$  entonces, claramente, habría continuado teniendo propiedad difundida en  $T_1$ . Pero suponga que Y es una compañía en el país A y, como la mayoría de otras compañías en A, empezó con un accionista con control. En este caso, Y podría no cambiar a propiedad difundida en  $T_1$ . A continuación explicamos por qué.

El bloqueo del accionista con control de la empresa. Suponga que Y tiene 100 acciones, que en  $T_0$  un propietario inicial tenía todas esas acciones, y que en  $T_0$  este vendió la mitad de las acciones a inversionistas públicos, reteniendo la otra mitad como un bloque de control. En  $T_0$ , el propietario inicial tenía el incentivo para escoger la estructura de propiedad que maximizaría el valor de las 100 acciones, porque en el momento de la decisión, él era el propietario de todas las acciones e interiorizó todos los efectos de su decisión. Como tal, podemos suponer que, dadas las condiciones en ese periodo, la propiedad concentrada era la estructura eficiente en  $T_0$ , y por lo tanto fue escogida.

Sin embargo para  $T_1$ , las condiciones han cambiado de modo que el valor total de las 100 acciones de la compañía sería mayor bajo propiedad difundida que bajo propiedad concentrada. Suponga que, en  $T_1$ , el valor total para todos los accionistas sería de \$100 en una estructura concentrada — consistiendo en \$60 para el accionista con control (\$1.20 por acción del bloque de control) y \$40 para los accionistas minoritarios (\$0.80 por acción minoritaria). Y suponga que bajo propiedad difundida el valor total para los accionistas sería \$110 (\$1.10 por acción). ¿El accionista con control de la empresa elegiría pasar a propiedad difundida en  $T_1$ ?

Si el propietario inicial hubiera realizado una oferta pública de acciones en  $T_1$  (en vez de hacerlo antes en  $T_0$ ), el habría escogido, lógicamente, la propiedad difundida, ya que ésta produciría el mayor valor. Al vender todas las acciones a inversionistas públicos bajo propiedad difundida, hubiera recibido \$110. Mientras que si el inversionista hubiese usado una estructura concentrada, entonces hubiera recibido sólo \$100: \$40 por las acciones que habría vendido a los inversionistas públicos y \$60 por el bloque de control que hubiera retenido (o, equivalentemente, \$60 de los fondos que recibiría por la venta a otra persona que sería el accionista con control). Así, el escoger la propiedad difundida en oferta pública de acciones en  $T_1$  habría maximizado las ganancias del propietario inicial. Poseyendo las 100 acciones en  $T_1$ , el podría haber escogido la estructura que maximizaría su valor, y bajo las nuevas normas legales en  $T_1$ , la estructura maximizadora del valor habría sido la propiedad difundida, la cual habría sido elegida por el propietario inicial.

#### Cuadro 1 – 2.

Sin embargo, dado que la compañía realizó la oferta pública de acciones en  $T_0$ , en  $T_1$  ya tiene una estructura de propiedad concentrada. Entonces la pregunta es si el accionista con control llevaría a la empresa hacia la propiedad difundida, una estructura que incrementaría el valor total de la empresa en \$10. Resulta que este movimiento «en medio de la corriente» hacia la propiedad difundida no sería de interés para el accionista con control.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Comparar con KOLE, Stacey y Kenneth LEHN. «Deregulation, The Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival». 87 AM. ECON. REV. PAPERS & PROC. 421 (1997). Kole y Lehn muestran que las desregulación de las aerolíneas trajo nuevas estructuras de gobierno para las aerolíneas. Las desregulación creó una mayor complejidad gerencial, generando una paga mayor en incentivos para los gerentes, directorios más reducidos, y una mayor propiedad concentrada. Las empresas beneficiadas se adaptaron lentamente, no obstante los nuevos agentes entraron al mercado con la estructura de gobierno superior. La evolución fue, aun después de veinte años, incompleta.

<sup>28</sup> Para un análisis de cambios estructurales eficientes análogos que no procederán por bloqueos similares, ver BEBCHUK, Lucian Arye. «Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control». 109 Q.J. ECON. 957 (1994) (analizando cómo las diferentes normas legales que regulan la transferencia de un bloque de control, pueden impedir una transferencia eficiente); ROE, Mark J. «The Voting Prohibition in Bond Workouts». 97 YALE L.J. 232, 277 (1987) (analizando los obstáculos legalmente creados para las emisiones de bonos fallidas).

Considere la ruta más directa para lograr el cambio: el accionista con control rompiendo su bloque de control y vendiendo estas acciones a accionistas dispersos. Tal transacción no beneficiaría a la accionista con control. El valor total de la empresa bajo propiedad difundida es \$110 (o \$1.10 por acción); por lo que el accionista con control recibiría sólo \$55 de la venta de su 50% restante de las acciones de la compañía. Esto es, que la venta le habría proporcionado \$5 menos que el valor de \$60 que tendría reteniendo su bloque de control. Por lo tanto, él no se habría beneficiado rompiendo su bloque de control. De hecho, la jugada habría elevado el valor de las acciones que ya se encuentran en manos de los inversionistas públicos de \$40 a \$55, pero este sería un beneficio que el accionista con control no capturaría; indudablemente, el accionista con control no sería capaz de elevar retroactivamente el precio por el cual las acciones minoritarias fueron vendidas de \$40 a \$55. En consecuencia, el accionista con control no rompería su bloque de control en  $T_1$ , y la propiedad concentrada persistiría aun cuando el paso a la propiedad difundida incrementaría el valor total de la empresa. Alternativamente, el paso hacia la propiedad difundida podría darse en  $T_1$  si el accionista con control vendiera todos los activos de la compañía a un empresario y liquidara la compañía; el empresario entonces tendría los mismos incentivos que un propietario inicial en  $T_1$  y esos incentivos lo dirigirían hacia la propiedad difundida. Sin embargo, bajo este escenario, el accionista con control sería capaz de obtener máximo \$110 del empresario por todos los activos, y \$55 por la liquidación. Esto, nuevamente, sería menos que los \$60 que el mantenimiento del control proporcionaría al empresario.

Bajo los dos escenarios considerados, el accionista con control no se beneficiaría del paso hacia la propiedad difundida ya que este paso eliminaría el acceso desproporcionado que posee al valor de la compañía. Bajo la estructura concentrada, el accionista con control capturaría el 60% de un total de \$100, pero el paso hacia la propiedad difundida sólo le daría el 50% de \$110. Mientras que el total crecería, el obtener el 50% del nuevo valor total de la empresa, ligeramente más grande, seguiría siendo peor que el obtener el 60% del antiguo valor total de la empresa bajo el mantenimiento de una propiedad concentrada.

De este modo, aunque el paso hacia la propiedad difundida aumentaría el valor total de la empresa en \$10, el accionista con control no se beneficiaría de él; más bien, perdería \$5. Otra forma intuitiva para entender por qué el accionista con control no se beneficiaría del movimiento hacia una estructura más eficiente, es que el cambio tendría un beneficio positivo para los accionistas dispersos actuales. Los accionistas dispersos acabarían con \$55, en lugar de \$40, si el accionista con control se moviera a la propiedad difundida. Este beneficio de \$15 sería uno que el accionista con control no capturaría y, debido a esto, no lo tomaría en cuenta al adoptar una decisión. Por consiguiente, mientras que el cambio sería eficiente, el accionista con control no se beneficiaría de él, ya que perdería su renta (los beneficios privados del control) y no capturaría por completo las ganancias en eficiencia debido al cambio (algunas de las cuales serían otorgadas a los inversionistas públicos existentes).<sup>29</sup>

En suma, si la empresa tiene propiedad difundida o concentrada en  $T_1$  depende de su estructura inicial en  $T_0$ . Si la compañía fuera una empresa cerrada en  $T_0$  y estuviera por cotizar en bolsa, se escogería la propiedad difundida. Similarmente, si la empresa estuviera por cotizar en bolsa con propiedad difundida en  $T_0$ , esta estructura se mantendría en  $T_1$ . Pero si la empresa comenzó a cotizar en bolsa en  $T_0$  con propiedad concentrada, la estructura de propiedad concentrada se mantendría en  $T_1$  y el paso hacia la propiedad difundida no ocurriría.

¿Alternativas Coaseanas? ¿Podría haber alguna otra forma por la cual la ganancia potencial de \$10 en eficiencia por el movimiento hacia la propiedad difundida, pudiera realizarse? ¿Se dejaría en la mesa una ganancia de \$10 en vez de tomarla? ¿No podría alguna transacción posibilitar que las partes compartan la ganancia potencial de \$10? En un mundo Coaseano puro, los agentes podrían, en efecto, acordar implementar el cambio y realizar y compartir entre ellos esta ganancia de \$10. Pero en nuestro imperfecto mundo Coaseano, hay impedimentos para la realización de esta ganancia de \$10, y no todas estas ganancias serán realizadas.

En un mundo Coaseano perfecto, el cambio podría tener lugar si los accionistas minoritarios

<sup>29</sup> La razón por la cual el accionista con control no se movería hacia la propiedad difundida es equivalente a la razón por la cual un accionista con control podría no transferir el control bajo una *Equal Opportunity Rule* aun así la transferencia del control fuera eficiente. Ver BEBCHUK, nota 28 *supra*, en 968-73.

pagasen al accionista con control para inducirlo al paso a una estructura de propiedad difundida. Dado que los accionistas minoritarios ganarían \$15 por tal movimiento, y que el accionista con control perdería solamente \$5, un acuerdo podría beneficiar a ambas partes. Los accionistas minoritarios podrían pagarle al accionista con control alguna cantidad entre \$5 y \$15, digamos \$10, a cambio del acuerdo del accionista con control de pasar a una estructura de propiedad difundida. Pero en nuestro imperfecto mundo Coaseano, problemas de acción colectiva entre los accionistas minoritarios impedirían tal negociación. Los accionistas encontrarían difícil, sino imposible, reunir el «soborno» para el accionista con control por un problema *free-rider*. Cada accionista sabría que su no participación afectaría muy poco la recolección de la cantidad necesitada, y así cada uno tendría un incentivo para retener su contribución.

Alternativamente, en un mundo Coaseano perfecto, el accionista con control de la empresa podría comprar primero las acciones minoritarias existentes por \$40, o por una cantidad entre \$40 y \$50, y luego mover la compañía a propiedad difundida y vender todas sus acciones por \$110. Mientras que el pago a los accionistas minoritarios sea menor de \$50, el accionista con control acabaría, de esta manera, con más de los \$60 que habría tenido bajo propiedad concentrada. Pero en un mundo Coaseano imperfecto, sería muy difícil, sino imposible, para el accionista con control adquirir las acciones a tal precio. Suponga que el accionista estuviera por hacer una oferta pública por las acciones minoritarias a \$0.80 por acción (o \$40 por todo). Tal oferta pública podría fracasar debido a un problema de *free-rider*. No sería extraño que algunos inversionistas públicos se resistieran, estos verían el valor de su acción irse de \$0.80 a \$1.10 si los otros accionistas ofertan y, si luego el accionista con control pasa la empresa a la propiedad difundida. Y si todos los accionistas minoritarios se resisten a vender hasta \$1.10, el accionista con control sería incapaz de adquirir las acciones minoritarias a un precio que le permitiera obtener algún beneficio.<sup>30</sup>

Los límites de la persistencia: las grandes ineficiencias. Nuestro argumento no es que el paso a la propiedad difundida en  $T_1$ , en la situación considerada, fracasaría sin importar

cuán grandes sean las ganancias potenciales de eficiencia. El cambio tendría lugar si las ganancias potenciales de eficiencia fueran suficientemente grandes. La búsqueda interna de rentas podría permitir a una estructura persistir sólo mientras su ineficiencia relativa no sea muy grande.

En la situación antes considerada, si el movimiento aumentase el valor total en más de \$20—esto es, si el valor bajo la propiedad difundida fuese mayor de \$120 en  $T_1$ —entonces el accionista con control elegiría moverse hacia la propiedad difundida. Suponga que bajo propiedad difundida el valor total de la empresa en  $T_1$  sería \$122. En este caso, si el accionista con control rompiera su bloque de control, y vendiera sus acciones a los accionistas dispersos, recibiría \$61, y esto le daría más que los \$60 que habría tenido bajo la propiedad concentrada. El nuevo total de \$122 sería, entonces, suficiente para inducir la transformación estructural. Aunque el accionista con control seguiría recibiendo sólo el 50% de este nuevo total, éste sería tan grande que el 50% valdría más que el 60% que habría tenido bajo la propiedad concentrada.

Nuestro punto no es que las estructuras establecidas van a persistir debido a búsqueda de rentas sin importar qué. Es solamente que existe un rango amplio de valores por los cuales la búsqueda de rentas del accionista con control bloquearía un movimiento eficiente hacia la propiedad difundida. En nuestro ejemplo, mientras las potenciales ganancias eficientes del cambio (y, por lo tanto, los costos de eficiencia de mantener la estructura existente) estén entre \$0 y \$20, la propiedad concentrada se mantendrá en  $T_1$ .

¿Qué determina el rango dentro del cual la propiedad concentrada persistiría incluso siendo ineficiente? Como la discusión de nuestro ejemplo ilustra, el rango depende del tamaño de los beneficios privados del accionista con control bajo la propiedad concentrada; mientras más grandes sean estos beneficios, más grande será el rango en el cual una estructura existente sería mantenida aun cuando dejara de ser eficiente.<sup>31</sup> Mientras los beneficios privados sean significativos en  $T_1$ , el rango de persistencia será significativo.

<sup>30</sup> En términos económicos, no hay equilibrio en el cual el accionista con control se mueva a la propiedad difundida y antes de eso pague a los accionistas minoritarios menos de \$1.10 por acción. Esto es, no hay equilibrio en el cual el accionista mayoritario se pueda beneficiar de la adquisición de todas las acciones mediante una oferta pública y la posterior transformación de la empresa a la propiedad difundida.

<sup>31</sup> Algebraicamente, si la fracción de las acciones que están en el bloque de control es  $k$ , el valor bajo la propiedad concentrada es  $V$  y los beneficios privados del control son  $B$ , entonces el movimiento hacia la propiedad difundida no tendrá lugar mientras que el valor bajo la propiedad difundida no exceda  $V + \{k/(1-k)\}B$ . Esta condición se puede derivar de una manera similar a la condición en BEBCHUK, nota 28 *supra*, en 971, para cuando los accionistas con control bloqueen las eficientes transferencias de control bajo la *Equal Opportunity Rule*.

Los límites de la persistencia: las normas destructoras de rentas. La persistencia de la propiedad concentrada que podría resultar de la búsqueda de rentas, sólo se produciría si, bajo las normas legales en  $T_1$ , los accionistas con control pueden disfrutar de las rentas en forma de algunos, no despreciables beneficios privados del control. Por consiguiente, si los países adoptaran un régimen legal que elimina dichos beneficios por completo, esta fuente de dependencia de caminos sería eliminada.

Suponga que, en  $T_1$ , el accionista con control, propietario del 50% de las acciones, no capturaría ningún beneficio privado y, por lo tanto, obtendría sólo \$50; lo que viene a ser la mitad del valor total bajo propiedad concentrada. En este caso, el accionista con control escogería cambiarse a la propiedad difundida si y sólo si el movimiento aumentase el valor total. Considerando que los cambios en las normas destruyen las rentas, destruyen también los incentivos del accionista con control para resistir el cambio. Esta condición, sin embargo, sería totalmente relevante sólo bajo el escenario improbable, que aún no ha surgido, en el que los beneficios privados del control no existirían.

*Nuevas empresas.* El análisis anterior se ha enfocado en la persistencia de las estructuras establecidas. ¿Qué hay acerca de los nuevos recursos que llegan a las economías y son insertados en las estructuras corporativas? Considere una economía poblada por compañías con propiedad concentrada en  $T_1$ , suponga que hay algunos recursos que tienen como dueño a un único propietario, y considere las decisiones que este propietario hará para estos capitales. En esta etapa, dado que propietario exclusivo no tiene socios, las consideraciones de la búsqueda interna de rentas por el propietario no afectarían la elección de la estructura. Sin embargo, las consideraciones identificadas en la Parte II.A acerca de por qué las estructuras eficientes podrían ser dependientes de caminos—como las externalidades de red y los complementos institucionales—podrían afectar la elección. Y por razones identificadas en la Parte III, la búsqueda externa de rentas puede permitir a los funcionarios públicos suprimir, o reducir los nuevos ingresos. Sea por estas o por otras razones,<sup>32</sup> observamos que el flujo de nuevos

capitales y empresas al sector corporativo no ha eliminado la divergencia hasta ahora.

## 2.La persistencia de la propiedad difundida

Las estructuras de propiedad difundida, una vez establecidas, podrían asimismo persistir debido a la búsqueda interna de rentas de los gerentes que manejan esas estructuras. Considere una compañía  $Y$  que, dadas las normas legales y las condiciones que prevalecen en los países  $A$  y  $B$  en  $T_1$ , produciría el valor total más alto bajo una estructura de propiedad concentrada. No obstante, si la estructura inicial de la compañía en  $T_0$  fuera de propiedad difundida, la empresa no podría moverse a la propiedad concentrada en  $T_1$ .

Suponga que  $Y$  tiene 100 acciones; que su valor total para los accionistas en  $T_1$  bajo propiedad difundida sería de \$100 o \$1.00 por acción; que los gerentes obtendrían beneficios del control de \$3 bajo tal estructura de propiedad (de desvío de valores, prestigio, etc.); y que bajo la propiedad concentrada la empresa produciría un valor total (para el accionista con control y los accionistas minoritarios combinados) de \$110 y que un comprador está dispuesto a pagar esta cantidad por la compañía con el fin de moverla hacia la propiedad concentrada. Si bien el paso a la propiedad concentrada sería eficiente, podría no ocurrir.

No obstante que el cambio a la propiedad concentrada aumentaría el valor total, los gerentes existentes podrían preferir que no tenga lugar porque eliminaría sus beneficios privados del control. Y en la medida que los gerentes tengan menos del 30% de las acciones, su fracción de las ganancias de la transformación no sería suficiente para compensarlos por la pérdida de los beneficios privados.

Los gerentes podrían estar en una posición para bloquear o impedir el cambio. Ellos controlan la agenda de fusiones y una fusión no puede ser iniciada sin su aprobación. También pueden resistirse a una oferta de toma de control hostil. Sin duda, si las ganancias potenciales del movimiento fueran muy grandes, el paso a la estructura de propiedad concentrada aún podría llevarse a cabo. Pero

<sup>32</sup> Ver BEBCHUK. «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures». Nota 19 *supra*, en 18-21 El análisis en este trabajo indica que la búsqueda interna de rentas en funcionamiento en otras empresas podría influenciar el destino de los nuevos capitales. Los accionistas con control tienen un incentivo para expandirse, porque el agregar nuevos capitales a su control probablemente los llevará a aumentar sus beneficios privados de control. En consecuencia, en una economía poblada por compañías con un accionista con control, los nuevos recursos a menudo serán adquiridos por tales compañías incluso si esas compañías no son las usuarias más eficientes para esos capitales.

si el cambio aumentase el valor total en 10%, como en nuestro ejemplo, y dado los problemas involucrados en una oferta hostil, los gerentes podrían tener no sólo los incentivos, sino el poder para impedir el cambio. Por lo tanto, el deseo de los gerentes para mantener las rentas de las que disfrutaban bajo la estructura existente de propiedad difundida puede proporcionar a esta estructura de un poder de persistencia.

Acompañan a esta conclusión consideraciones similares a las que lo hacían con la conclusión concerniente a la posibilidad de persistencia de la propiedad concentrada debido a la búsqueda de rentas del accionista con control. Si las normas corporativas en  $T_1$  no les proporcionan beneficios privados a los gerentes (un escenario teórico e irreal porque la independencia siempre acarrea algunos beneficios a los gerentes), entonces los gerentes no tendrían incentivos para desalentar la mudanza de la propiedad difundida. Y si las normas legales en  $T_1$  no les dan a los gerentes poder alguno con respecto a las adquisiciones, entonces los gerentes no tendrían poder alguno para resistirse al cambio.

Pero mientras (i) los gerentes obtengan algunos beneficios de la independencia y, (ii) los gerentes tengan algún poder para resistirse a las adquisiciones de control, la estructura existente de propiedad difundida podría tener algún poder de persistencia. Por lo tanto, dado que estas condiciones han estado generalmente presentes en el pasado, esta persistencia podría haber jugado un rol hasta ahora—digamos, manteniendo tales estructuras de propiedad difundida en los Estados Unidos—incluso si un movimiento a la propiedad concentrada podría haber aumentado el valor. Y cuando quiera que estas condiciones se obtengan en el futuro, esta fuente potencial de persistencia y dependencia de caminos se mantendrá relevante.

### 3. La persistencia de la «codeterminación» alemana

Las estructuras con preferencia de participación laboral podrían persistir por razones similares. El ejemplo más importante de un país donde los trabajadores participan del control de la empresa es Alemania. Alemania tienen normas legales que mandan la participación de los trabajadores

en los directorios de las compañías que sean suficientemente grandes, y, por lo tanto, todas esas compañías están «codeterminadas». Nuestro análisis sugiere que los directorios duales podrían tener cierto poder de persistencia aun si las normas legales alemanas cambiaran, haciendo a tales estructuras opcionales en vez de obligatorias.

Suponga que Alemania cambia sus leyes para hacer los directorios duales opcionales en vez de obligatorios. Dado que los directorios duales ya están establecidos, podrían persistir pese a no ser eficientes. Si los dirigentes laborales (u otros agentes) están obteniendo beneficios privados de la «codeterminación» y si ellos tienen poder para impedir o resistirse a los cambios en la estructura existente,<sup>33</sup> ellos podrían poner resistencia a una mudanza fuera de la «codeterminación». Y mientras un soborno Coaseano para los dirigentes laborales sea ilegal o transaccionalmente costoso, el movimiento podría no ocurrir.

Hemos examinado tres formas principales de empresas «puras», una con propiedad concentrada, una con control gerencial, y una con influencia laboral mandatoria. Cada una tiene una tendencia a persistir, y este poder de persistencia contribuye a una dependencia de caminos estructural.

### 4. La persistencia frente a la globalización

Así, debido a la búsqueda de rentas, en algunos casos las estructuras establecidas podrían permanecer pese a haber dejado de ser eficientes. Sin embargo esta conclusión podría ser cuestionada por un escéptico, preguntando si las fuerzas del mercado en una economía globalizada no siempre pueden forzar a los accionistas con control y a los gerentes a moverse a la estructura que sería la más eficiente. Pero éste no es el caso.

Nuestro análisis ya tuvo en cuenta cualquier efecto que pudiera surgir de la competencia en el mercado de productos y en el mercado de capitales. Cuando dijimos en nuestros ejemplos en  $T_1$  que el valor de una empresa sería \$100 bajo la estructura de propiedad semióptima existente, y \$110 luego del movimiento a una estructura de propiedad superior; esta diferencia de \$10 ya incorporaba todos los efectos de todas las fuentes potenciales sobre el valor total de la empresa,

<sup>33</sup> Asumimos aquí que la reforma alemana seguiría la práctica norteamericana estándar, con los cambios en el gobierno de una empresa siendo iniciados por el directorio. Pero incluso si los accionistas pueden iniciar una revocación de la «codeterminación», el resultado *podría* no diferir si los accionistas llegan a la conclusión de que el shock de los trabajadores por haber sido echados del directorio generaría malestar o desmoralización.

incluyendo la competencia en el mercado de productos y en el mercado de capitales. Y hemos mostrado que tal diferencia en el valor total pudiera ser insuficiente para inducir a los grupos en el control a favorecer el paso a la estructura superior.

Definitivamente la globalización disuadiría la persistencia de una estructura semióptima si la diferencia en el valor total entre la mejor estructura y la estructura semióptima es suficientemente grande. Es decir, que la globalización terminará con la persistencia si las ineficiencias son siempre tan grandes que acabarían con las empresas con estructuras semióptimas, por ejemplo, que no habrían ineficiencias de «sólo 10%». Pero incluso con una fuerte competencia global en los mercados de capitales y de productos, no toda ineficiencia en las estructuras tendría consecuencias tan drásticas. Incluso con la globalización, una estructura existente podría tener costos de eficiencia limitados (en vez de ilimitados) (digamos el 10% del valor total, como en los ejemplos que usamos) y por lo tanto tendría algún poder de persistencia.

*Competencia en el mercado de productos.* Para examinar el punto anterior con mayor detalle, permítanos considerar por qué la competencia en el mercado de productos, sea global o doméstica, no siempre sería suficiente para impedir que los accionistas con control o los gerentes permanezcan adheridos a una estructura ineficiente.<sup>34</sup> Mientras que el mantenimiento de una estructura corporativa podría involucrar algunos costos de eficiencia y reducir el valor de los accionistas, no necesariamente dejaría a la compañía incapacitada de competir en el mercado de productos.

Si bien la competencia en el mercado de productos les da a los accionistas con control, gerentes, y dirigentes laborales valiosos incentivos por la eficiencia, no siempre los disuadirá de mantener una estructura que les rinde beneficios privados pero que es algo ineficiente.<sup>35</sup> Si por algún motivo, la elección

de una empresa entre una estructura de propiedad concentrada y una de propiedad difundida no necesariamente afectaría los costos o la calidad de sus productos; podría, más bien, alterar cómo los accionistas, gerentes y accionistas con control se dividen el valor producido por la empresa. Cuando la estructura de propiedad de una compañía no afecta la calidad del producto o los costos, la competencia en el mercado de productos no limitará la elección de la empresa de una estructura de propiedad.

Incluso si la elección de una estructura de propiedad afectara la eficiencia operacional de la empresa, la competencia en el mercado de productos a menudo sólo limita débilmente a la empresa y a sus gerentes. Los mercados de productos no siempre están en una competencia perfecta.<sup>36</sup> Los oligopolios pueden crear indisciplinas, y los gerentes y accionistas con control pueden aprovecharse de esto. Debido a que la competencia en el mercado de productos no amenaza la supervivencia de la empresa aun si las empresas ceden en algunas eficiencias, los accionistas con control y los gerentes podrían sacrificar algunas eficiencias potenciales por los beneficios privados que el mantenimiento de la estructura existente produciría.

*Mercados de capitales globales.* Podría argumentarse que los mercados de capitales mundiales cada vez más globales proporcionan a las empresas, incentivos para adoptar estructuras de propiedad eficientes. Si una empresa mantiene una estructura ineficiente, continúa el argumento, la empresa sería penalizada en los mercados de capitales y se enfrentaría a una serie de obstáculos para obtener nuevo capital.<sup>37</sup> ¿Pero realmente los proveedores globales de capitales dejarían de lado a las empresas gobernadas ineficientemente, rehusándose a financiarlas en el futuro?

Generalmente, no se puede contar con que los mercados de capitales globales presionarán a los gerentes a moverse hacia estructuras de

<sup>34</sup> Comparar con EASTERBROOK, Frank H. «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence». 9 DEL. J. CORP. L. 540, 557 (1984) (argumentando que el mercado de productos limita a los gerentes y accionistas con control a elegir estructuras y acuerdos eficientes).

<sup>35</sup> Comparar con BEBCHUK, Lucian Arye. «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law». 105 HARV. L. REV. 1435, 1466 (1992) [de aquí en adelante: BEBCHUK, «Federalism»] (analizando por qué la competencia en el mercado de productos «no puede desalentar a los gerentes de buscar normas que disminuyan el valor que sean significativamente redistributivas a su favor»); BEBCHUK, Lucian Arye. «Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments». 102 HARV. L. REV. 1820, 1845-46 (1989) [de aquí en adelante: BEBCHUK, «Limiting Contractual Freedom»] (discutiendo cómo la competencia en el mercado de productos no puede disuadir a los gerentes de la búsqueda de modificaciones de decrecimiento del valor en la escritura de constitución que sean significativamente redistributivas a su favor).

<sup>36</sup> Ver TIROLE, Jean. «The Theory of Industrial organization» (1988) (discutiendo la competencia imperfecta).

<sup>37</sup> Ver EASTERBROOK, Frank, nota 34 *supra*, en 557.

propiedad más eficientes<sup>38</sup>. Muchas compañías establecidas no utilizan los mercados capitales para financiarse, en vez se financian con las utilidades no distribuidas. Cuando las empresas no utilizan financiamiento externo, sus gerentes y accionistas con control no serán forzados por los mercados de capitales. Entre las compañías que sí utilizan financiamiento externo, algunas utilizan deuda en vez de capital y los mercados de deuda a menudo no fuerzan una elección de la estructura porque esta tiene un efecto pequeño sobre la probabilidad que la compañía incumpla los pagos de la deuda.

En efecto, incluso para las empresas que se financian a través de capital, la fuerza limitante del mercado de capitales es incierta. Una estructura de propiedad ineficiente podría significar simplemente que la compañía tendrá que emitir más acciones para obtener una cifra determinada de capital. Esto podría no desalentar seriamente a la administración profesional del mantenimiento de una estructura ineficiente de propiedad (si es que poseen poco capital). Y aunque sí podría limitar en algo a los accionistas con control (quienes estarían diluyendo sus propias acciones al emitir más), aun ellos podrían elegir mantener la estructura existente y absorber tal disminución mientras se financian con capital, si es que bajo la estructura existente, los beneficios privados del control son suficientemente grandes. Así, pese a que existen límites, las estructuras ineficientes podrían persistir en mercados de capitales globales.

### C. Conclusión sobre la dependencia de caminos guiada por la estructura

Las estructuras de propiedad que una economía tiene dependen en parte de las que la economía tuvo previamente. Incluso cuando dos naciones tienen normas corporativas y condiciones económicas idénticas en  $T_1$ , si sus estructuras iniciales difirieron en  $T_0$  (debido a condiciones económicas previas que se diferenciaban, por ejemplo), estas estructuras diferentes en  $T_0$  podrían llevar a estructuras diferenciadas en  $T_1$ . Hay dos fuentes principales para esta dependencia de caminos guiada por la estructura. Primero, las estructuras originales afectan cuál será la estructura eficiente para cualquier compañía dada: los costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, y

múltiples puntos de equilibrio podrían todos hacer que la identidad de la estructura de propiedad eficiente dependa de las estructuras iniciales. Segundo, las estructuras iniciales podrían persistir debido a que los agentes que disfrutaban de rentas podrían tener tanto los incentivos como el poder para impedir cambios en estas estructuras. Estas dos fuentes de dependencia de caminos guiada por la estructura pueden ayudar a explicar algunas diferencias claves entre las estructuras de propiedad de las economías avanzadas que han persistido hasta ahora. Esta dependencia de caminos estructural también podría llevar a diferencias importantes entre las estructuras corporativas de los países en el futuro.

### III. DEPENDENCIA DE CAMINOS GUIADA POR LAS NORMAS

Las normas corporativas pueden afectar al gobierno corporativo.<sup>39</sup> Así, cuando las normas corporativas de dos países difieren, esta diferencia por sí sola podría producir diferencias en sus modelos de estructuras de propiedad corporativa. Esto plantea las preguntas de por qué—dado que todas las economías avanzadas tienen interés en proporcionarles a sus compañías normas corporativas deseables—sus sistemas de normas corporativas han sido tan diferentes, y si seguirán siéndolo en el futuro.

Las normas corporativas, argumentamos, son por sí solas dependientes de caminos. Las normas que una economía tiene en cualquier momento dependen de, y reflejan, las estructuras de propiedad y gobierno que la economía tuvo inicialmente. Esto proporciona otro canal a través del cual las estructuras de propiedad iniciales pueden afectar las elecciones posteriores de estructura: Las estructuras iniciales afectan a las normas corporativas futuras, las que a su vez afectan las decisiones futuras sobre estructuras corporativas.

Considere dos economías que tienen condiciones económicas similares en  $T_1$ . Como explicamos más abajo, las normas corporativas que A y B tienen en  $T_1$  podrían depender de las estructuras de propiedad (y por consiguiente también de las normas) que A y B tenían antes en  $T_0$ . Esto es, si A y B tenían diferentes modelos de estructuras de propiedad en  $T_0$ , como consecuencia sus normas en  $T_1$  podrían diferir.

<sup>38</sup> Comparar con BEBCHUK, «Federalism», nota 35 *supra*, en 1465-66 (analizando cómo, generalmente, las restricciones del mercado de capitales no pueden privar a los gerentes de la búsqueda de algunas normas legales estatales que los favorezcan); BEBCHUK, «Limiting Contractual Freedom», nota 35 *supra*, en 1844-45 (analizando cómo, generalmente, las restricciones del mercado de capitales no pueden disuadir la búsqueda de los gerentes de modificaciones ineficientes de la escritura de constitución).

<sup>39</sup> Ver el texto que acompaña las notas 17-19 *supra*.

Observamos en la Parte III.A que las diferencias entre sistemas de normas corporativas no deberían ser evaluadas revisando los principios generales, sino examinando todos los aspectos del sistema de normas corporativas, incluyendo elementos de procedimiento, de implementación, y de imposición. En las Partes III.B y III.C identificamos y analizamos dos fuentes para la dependencia de caminos de las normas corporativas. Primero mostramos (Parte III.B) cómo las condiciones precedentes de una economía en  $T_0$  podrían afectar la elección de las normas corporativas en  $T_1$ , asumiendo incluso que legislar es un proceso en el cual sólo se toman en cuenta consideraciones de interés público («*public-regarding*»); esto podría resultar debido a que el modelo inicial de propiedad podría afectar cuáles normas legales serían eficientes. Luego mostramos (Parte III.C) cómo la dependencia de caminos podría surgir cuando la actividad legislativa es también influenciada por la política de los grupos de interés. En este caso, el modelo inicial de propiedad podría influenciar la fuerza política relativa de los grupos de agentes corporativos. Ambas fuentes de dependencia de caminos guiada por las normas, como veremos, podrían reforzar los modelos existentes de propiedad. Y ambas podrían ayudar a explicar por qué, a pesar de que las economías avanzadas han convergido en muchas dimensiones económicas, sus sistemas de normas corporativas difieren tanto.

## A. Sistemas de normas corporativas

Primero debemos aclarar a qué nos referimos al decir que dos países tienen normas corporativas diferentes o sistemas de normas corporativas diferentes. Los principios generales del derecho corporativo frecuentemente pueden ser los mismos entre los países,<sup>40</sup> pero hay más en juego. De este modo, todos los países avanzados pueden reconocer y aceptar un cierto principio fiduciario, pero los países A y B podrían implementarlo de manera radicalmente diferente.<sup>41</sup> Los principios son importantes, pero «la clave está en los detalles», y la implementación cuenta mucho. En principio dos países pueden ser hostiles al *self-dealing*, pero su tratamiento legal general del *self-dealing* podría diferir de gran forma debido a las diferencias en los procedimientos

que las corporaciones deben seguir al aprobar una transacción *self-dealing*, a la naturaleza y al momento escogido de revelación de información que la empresa o el accionista con control debe hacer, a los incentivos que los inversionistas públicos o los abogados de los accionantes tienen que demandar, a los procedimientos que tales demandas deben seguir, a los niveles de escrutinio que las cortes usan, al nivel de deferencia que las cortes dan a las opiniones de los *insiders*, al punto en el cual un procedimiento de descubrimiento efectivo es disponible, y a las formas en que la pruebas serán presentadas y consideradas.

Lo que cuenta son todos los elementos de un sistema corporativo legal que ejercen presión sobre las decisiones corporativas y la distribución del valor: no sólo principios generales, sino también todas las normas particulares que los implementan; no sólo las normas substantivas, sino también las normas procesales, las prácticas judiciales, la infraestructura procesal e institucional, y la capacidad de imposición. Debido a que nuestra preocupación es con el sistema de normas corporativas «en acción» en lugar de «en los libros», todos estos elementos son muy importantes.

Finalmente, en la valoración del alcance del sistema de normas corporativas, recordar que por normas corporativas nos referimos a todas las normas que gobiernan las relaciones entre la corporación y todos sus inversionistas, accionistas, y gerentes, como entre estos agentes. Así, para los propósitos de nuestro análisis, el sistema de normas corporativas incluye no sólo a las normas del derecho corporativo, convencionalmente entendido, sino también al derecho de títulos valores y las partes relevantes de la ley que gobierna la insolvencia, las relaciones laborales, y las instituciones financieras.

## B. La dependencia de caminos de las normas eficientes

Suponga que en un país dado los legisladores son completamente *public-regarding*. Aun así, las normas podrían ser dependientes de caminos debido a que la identidad de la eficiente norma legal local—la norma eficiente

<sup>40</sup> Ver HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. «The End of History for Corporate Law», en: GORDON, Jeffrey y Mark J. ROE (editores). «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» (de próxima aparición en el 2000) (notando que la ley básica de gobierno corporativo ha conseguido un alto grado de uniformidad entre Europa, Norteamérica, y Japón).

<sup>41</sup> Comparar con HERTIG, Gérard. «Convergence of Substantive Rules and Convergence of Enforcement: Correlation and Tradeoffs», en: GORDON, Jeffrey y Mark J. ROE (editores). «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» nota 40 *supra* (describiendo la variación en la calidad de la imposición).

para un país dado—podría depender de las normas y estructuras que el país tuvo en épocas anteriores.

## 1. Costos hundidos y complementos institucionales

Los costos hundidos y los complementos institucionales pueden inducir la persistencia eficiente. Juegos diferentes de normas podrían ser los más adecuados para diferentes tipos de compañías. Los funcionarios *public-regarding* podrían elegir en  $T_1$  aquellas normas que mejor tomen en cuenta las estructuras y normas establecidas en  $T_0$ .<sup>42</sup>

Las normas legales existentes podrían tener una ventaja de eficiencia debido a que instituciones y estructuras podrían ya haberse perfeccionado para responder a necesidades y problemas que surgen bajo esas normas. En tal caso, reemplazar las normas existentes podría hacer a la infraestructura institucional y profesional existente obsoleta o que encaje defectuosamente y que requiera nuevas inversiones. Varios agentes—gerentes, propietarios, abogados, contadores, y demás—podrían haber invertido en capital humano y en formas de operación que encajan con las normas corporativas existentes. Reemplazar estas normas requeriría que estos agentes hagan nuevas inversiones y se adapten a las nuevas normas. De este modo, las normas que podrían ser eficientes para un país en  $T_1$  podrían depender de las normas que tuvo en  $T_0$  y de las instituciones y prácticas perfeccionadas en reacción a estas normas. Advierta que este factor reforzaría a menudo las normas existentes y, a su vez, a las estructuras de propiedad existentes.

## 2. Múltiples puntos de equilibrio

La dependencia de caminos de las normas que serían eficientes para una economía dada

también podría resultar de múltiples puntos de equilibrio. Suponga que empresas tecnológicamente idénticas existen en  $T_1$  en los países A y B. Suponga que, en  $T_0$ , las normas corporativas de A favorecieron la propiedad concentrada y que las empresas de A normalmente tuvieron propiedad concentrada. Y suponga que las normas de B en  $T_0$  favorecieron la propiedad difundida y que sus empresas comúnmente tuvieron tal estructura. Suponga que, mientras los tipos de ineficiencias prevalecientes en A y B podrían diferir, tanto las normas de A como de B (y a su vez las estructuras de A y B) tienen costos agregados de magnitudes similares. En este caso, asumiendo incluso que los funcionarios son completamente *public-regarding* tanto en A como en B, ninguno de los grupos de funcionarios vería una razón para cambiar (y, dados los costos que estarían involucrados en el cambio, entonces verían una razón para no cambiar) a las normas del otro país.

## C. La dependencia de caminos de las normas que en realidad son escogidas

La ley, evidentemente, no es siempre hecha por funcionarios *public-regarding* no influenciados por los grupos de interés. Los grupos de interés podrían influenciar la elección de las normas legales, lo que algunas veces llevaría a la elección o mantenimiento de normas ineficientes. La dinámica de la política de los grupos de interés depende del modelo de propiedad corporativa existente. Esto introduce otra fuente para la dependencia de caminos de las normas legales que a continuación examinamos.<sup>43</sup>

## 1. Condiciones iniciales y la economía política de las normas corporativas

Las normas legales son frecuentemente el producto de procesos políticos, que combinan rasgos *public-regarding* con la política de los grupos de interés. Al punto que los grupos de

<sup>42</sup> ¿Por qué no adoptaría cada país dos cuerpos separados de normas corporativas, uno para compañías con propiedad concentrada y uno para compañías con propiedad difundida? Si bien las normas de gobierno diferentes son posibles, los países generalmente tienen un cuerpo de normas corporativas, probablemente debido a que las economías de escala intervinieron en tener un cuerpo de leyes y los problemas resultantes de (1) la necesidad de decidir cuál cuerpo de normas aplicar y (2) el intento de los agentes por manipular sus clasificaciones. Los que se encuentren familiarizados con la historia de la quiebra corporativa norteamericana podrían recordar la fallida experiencia de la Chandler Act, vigente en los Estados Unidos de 1938 a 1978. La Chandler Act proporcionó un juego de normas para las compañías que cotizaban en bolsa (Capítulo X), y otro para las compañías cerradas (Capítulo XI). Sin embargo, en las últimas etapas de la historia del acta, las compañías que cotizaban en bolsa intentaron, muchas veces con éxito, usar el juego de normas destinadas a las compañías cerradas. En 1978, el Congreso se sintió obligado a abandonar los dos sistemas separados. Ver «Report of the Comisión on Bankruptcy Laws of the United States»-Parte I, en 246-47 (1973).

<sup>43</sup> Algunos trabajos en proceso también desarrollan explicaciones de economía política de por qué las normas corporativas de los países podrían diferir. Ver RAJAN, Raghuram G y Luigi ZINGALES. «The Politics of Financial Development» (agosto 1999) (manuscrito inédito, en archivo del Stanford Law Review) (discutiendo cómo la centralización afecta el desarrollo financiero de un país); ROE, «Political Preconditions», nota 20 *supra* (discutiendo cómo los costos de agencia y las normas relacionadas podrían diferir de país en país debido a factores políticos como las políticas laborales). Las explicaciones en estos trabajos enfocan las diferencias entre los procesos políticos de los países remarcando las condiciones en vez de, como hacemos acá, en cómo la sola existencia de la política de los grupos de interés introduce la dependencia de caminos.

interés juegan un rol, que cada grupo buscará empujar hacia normas que lo favorezcan. Así, las normas corporativas que en realidad serán escogidas y mantenidas podrían depender de la fuerza relativa de los grupos de interés.

Los grupos de interés difieren en su habilidad para movilizar y luego ejercer presión a favor de las normas legales que los benefician o en contra de las que no los favorecen. Mientras más recursos y poder tenga el grupo, mayor influencia tenderá a tener en el proceso político. Esta es la razón por la cual la política de los grupos de interés podría ser influenciada por la distribución existente de riqueza y poder.<sup>44</sup> En particular, las estructuras de propiedad existentes afectarán los recursos (y por lo tanto la influencia política) que varios agentes tendrán y, por consiguiente, a las normas que serán escogidas. Por lo tanto, las normas corporativas en cada momento dependerán de las estructuras corporativas previas de la economía.

Esta dependencia de caminos frecuentemente inducirá a los cuerpos de normas corporativas a diferir entre los países. Cuando un cierto grupo de normas lleva al control corporativo a estar en manos de un grupo de agentes, este control sobre las estructuras existentes hará a estos agentes más influyentes en la política posterior de los grupos de interés y así hará más probable que el país vaya a tener estas normas o unas similares en el futuro. Su poder dentro de las corporaciones se traducirá en poder en el proceso político e influencia en las normas corporativas.

## 2. Normas que afectan las estructuras de propiedad concentrada y difundida.

Las normas legales que favorecen la concentración o dispersión de la propiedad corporativa afectan a los agentes

corporativos, y estos podrían ser grupos de interés influyentes. El poder de los accionistas con control y de la administración profesional—y cuán influyentes serán en la política del derecho corporativo—depende claramente de las estructuras de propiedad existentes. De este modo, la probabilidad que las normas favorecidas por estos grupos sean escogidas o mantenidas, en cualquier punto en el tiempo, dependerá del poder que estos grupos tienen bajo el modelo existente de estructuras de propiedad.

Considere normas en contra de la adquisición del control de una empresa, que desalienten la adquisición hostil de una compañía con estructura de propiedad difundida. En los Estados Unidos, hay un arsenal de ese tipo de leyes, tanto escritas como en jurisprudencia.<sup>45</sup> Estas normas fomentan la propiedad difundida y son beneficiosas para la administración profesional de tales compañías. Ahora, un país que en sus inicios presenta propiedad difundida tendría un mayor apoyo de los grupos de interés hacia tales normas, que uno sin propiedad difundida al inicio. La administración profesional se beneficia de tales normas,<sup>46</sup> y puede usar los recursos corporativos para hacer *lobbies* frente a los legisladores.<sup>47</sup> Y la administración profesional es, claramente, un grupo mucho más poderoso en un país con propiedad difundida (como los Estados Unidos) que en uno con propiedad concentrada (como Alemania). Así, será más probable que un país que originalmente tiene más compañías con propiedad difundida, tenga normas en contra de las adquisiciones—normas que podrían reforzar la tendencia hacia estructuras de propiedad difundida.<sup>48</sup>

Otro ejemplo de normas que tienen una mayor probabilidad de ser adoptadas o mantenidas en un país con propiedad difundida, son las

<sup>44</sup> Ver BOYCO, Maxim; Andrei SHLEIFER y Robert VISHNY. «PRIVATIZING RUSSIA» (1995) (discutiendo los efectos de la distribución inicial de los derechos propiedad que emergen de la privatización sobre la política de los grupos de interés); HAY, Jonathan R; Andrei SCHLEIFER y Robert W. VISHNY. «Toward a Theory of Legal Reform». 40 EUR. ECON. REV. 559 (1996) (argumentando que las normas legales deberían acomodarse en vez de interferir con las practicas mercantiles existentes).

<sup>45</sup> Ver GILSON, Ronald y Bernard BLACK. «THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS» (segunda edición 1995) (investigando las normas legales que gobiernan las adquisiciones del control).

<sup>46</sup> Los accionistas con control están menos interesados en las normas en contra de las adquisiciones, debido a que un accionista con control con suficientes acciones puede detener por sí mismo una adquisición hostil, sin ayuda alguna de tales normas.

<sup>47</sup> Ver BAKER, C. Edwin. «Realizing Self-Realization: Corporate Political Expenditures and Redish's The Value of Free Speech», 130 U. PA. L. REV. 646 (1982) (explorando las fuerzas del mercado que dictan el contenido del discurso mercantil); BRUDNEY, Victor, «Business Corporations and Stockholders' Rights Under the First Amendment», 91 YALE L.J. 235 (1981) (discutiendo el entorno del discurso corporativo de la Primera Enmienda).

<sup>48</sup> Para análisis de cómo los gerentes norteamericanos han obtenido un cuerpo de leyes en contra de las adquisiciones de control, que cada vez hace más difíciles las tomas de control hostiles, ver: BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. «Federalism and Takeover Law», 99 COLUM. L. REV. 1168 (1999); ROE, Mark J. «Takeover Politics», en: BLAIR, Margaret (editora). «THE DEAL DECADE 321» (1993).

normas que disuaden a las instituciones financieras de adquirir y usar activamente grandes bloques de acciones.<sup>49</sup> En los Estados Unidos, las administraciones profesionales de las compañías con propiedad difundida prefieren estas normas y han hecho *lobbies* por ellas. Mientras más poderosos sean tales gerentes en cualquier punto del tiempo, es más probable que estas normas sean adoptadas o mantenidas. De este modo, un país que tiene propiedad difundida en  $T_0$  (con o sin esas normas) es muy probable que las tenga adoptadas o mantenidas en  $T_1$ —y ellas harán más probable que la incidencia inicial de propiedad difundida sea mantenida o, incluso, aumentada en  $T_1$ .

Permítanos pasar ahora a las normas legales que tienen una mayor probabilidad de surgir cuando la propiedad es concentrada y de reforzar más este predominio. Las normas que permiten a los accionistas con control extraer grandes beneficios privados del control, son provechosas para los accionistas con control de las compañías que cotizan en los mercados de valores.

En un país donde, fundamentalmente, la propiedad es concentrada en  $T_0$  (con o sin tales normas), los accionistas con control de las compañías existentes serán un poderoso grupo de interés con recursos substanciales. La influencia de este grupo hará más probable que este país vaya a tener o a mantener tales normas en  $T_1$ .<sup>50</sup> Y debido a que estas normas fomentan el uso o la retención de la propiedad concentrada,<sup>51</sup> la presencia de tales normas en  $T_1$  a su vez ayudará a mantener o incluso a fortalecer el dominio inicial de la propiedad concentrada.

Así, el control sobre la toma de decisiones corporativas y los recursos también otorgan poder político. Aquellos que tienen control corporativo—sean accionistas con control, la administración profesional, u otros agentes—probablemente tendrán influencia por los recursos que manejan. Estos recursos les permitirán hacer *lobbies*, contribuciones a campañas, o bien ganar la influencia política de manera distinta. Estos recursos además les proporcionan visibilidad, acceso a los medios de comunicación, un status social alto, y acceso a grupos influyentes y de élite, todo lo cual puede ser muy útil para influenciar el sistema de normas corporativas.

El hecho que aquellos en el control de las corporaciones puedan presionar para mantener o incrementar las normas legales que los favorecen podría mover la dependencia de caminos, como hemos visto, en una dirección que refuerce los modelos de propiedad existentes. Esto podría ocurrir cuando las administraciones profesionales en los países con propiedad difundida apoyen las normas en contra de las adquisiciones de control o las normas que disuaden a las instituciones financieras de tener bloques de acciones, y cuando los accionistas con control en los países con propiedad concentrada apoyen a las normas que les proporcionan grandes beneficios privados del control. Tal análisis podría aplicarse también a las normas que establecen estructuras con preferencia laboral, como la «codeterminación» alemana.<sup>52</sup>

### 3. Globalización y la presión para adoptar normas eficientes

<sup>49</sup> Estas normas que existen en los Estados Unidos y, sin el mismo alcance, en otras economías avanzadas, desalientan la propiedad institucional con lo cual aumentan la propiedad difundida. Los intentos para reformar muchas normas financieras anticuadas de los Estados Unidos han pasado dificultades y han avanzado lentamente. Ver ROE, nota 13 *supra*, en 100, 229. Para una descripción de un fracaso reciente en tal reforma, revisar STEVENSON, Richard W. «House Leaves Finance Law of 30's Intact: Bank Lobbying Delays Glass-Steal Repeal», en: N.Y. TIMES, 1 de abril de 1998, en C1 (notando cómo el intenso *lobby* bancario impidió la derogación de una ley de la era de la depresión).

<sup>50</sup> Los cambios en el derecho corporativo generalmente se aplican tanto a las compañías existentes como a las futuras. Esta característica tiende a hacer persistir las normas existentes. Si fuese de otra manera, los accionistas con control podrían ser indiferentes a las normas que impiden a los nuevos y futuros accionistas con control de desviar valores, mientras ellos, los accionistas con control beneficiados, fueran gobernados por las normas antiguas que les permitían desviar valores. Ver CHARNY, David. «The Politics of Corporate Convergence», en: «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» Nota 40 *supra* [de aquí en adelante CHARNY, «Politics»]. Pero esta dicotomía sería difícil de argumentar convincentemente, difícil de promulgar y difícil de imponer. Los grupos de interés usualmente deben presentar posiciones principistas, y luego empujar por lo que ellos califican de visión principista. Para una discusión de cómo la presencia de accionistas con control podría impedir reformas corporativas orientadas a reducir los beneficios privados del control, revisar BEBCHUK, «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures», nota 19 *supra*, en 25-26.

<sup>51</sup> Ver BEBCHUK, «RENT-PROTECTION THEORY», nota 19 *supra*; BEBCHUK, «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures», note 19 *supra*.

<sup>52</sup> Una vez que la «codeterminación» está establecida, los dirigentes laborales tienen mayor poder. Y dado que estos dirigentes se benefician de la «codeterminación», su mayor poder en las condiciones iniciales del sistema aumentará las posibilidades que la «codeterminación» persista. Los trabajadores también pueden haberse resistido a los cambios y haber tenido los votos para tener éxito. Ver PISTOR, nota 22 *supra*, en 163 (mostrando la resistencia al cambio de la «codeterminación» alemana).

Una posible objeción al análisis superior se basa, nuevamente, en la globalización. La creciente globalización debería disuadir a los países de adoptar normas corporativas ineficientes, así el argumento continúa, porque las economías de aquellos países que lo hagan sufrirán.

Sin embargo, la globalización hasta ahora no ha tenido este efecto, lo cual está lejos de ser sorprendente. Los países pueden mantener normas ineficientes, y lo pueden hacer por periodos largos. De hecho no existe mecanismo que asegure que los procesos políticos produzcan y retengan sólo las disposiciones eficientes.<sup>53</sup>

Suponga que las normas legales de un país favorecen un sistema de gobierno «pasado de moda». ¿Tendrían las normas o empresas constituidas que haber colapsado bajo la amenaza de la intensa competencia internacional? ¿Es inestable? La respuesta es no. Lo que cuenta es si las empresas producen productos competitivos que pueden ser vendidos. La empresa puede competir, incluso con una estructura de gobierno anticuada, si compensa esta desventaja en el gobierno con una ventaja competitiva *internacional*. Si la empresa puede pagar por una inversión inmóvil a un precio menor al que las empresas de otros países pueden, fácilmente puede sobrevivir. O, el país podría subsidiar la empresa (directamente o mediante impuestos más bajos) con impuestos más altos en otras cosas (en un elemento inmóvil de la economía). Este resultado, si bien reduce el nivel de vida del país con respecto a los otros (y por lo consiguiente, tiene algún límite), no necesariamente lleva a la inestabilidad económica. La estabilidad depende tanto de la política de la nación como de la competencia global.<sup>54</sup> Las políticas de los grupos de interés pueden llevar a los países a acuerdos ineficientes.

El capital globalizado y los mercados de productos imponen costos a las empresas que funcionan bajo normas legales ineficientes, pero si un país está preparado para correr con estos costos, o si agentes posicionalmente poderosos dentro de la empresa pueden hacer que estos costos sean soportados por *outsiders*, incluso las normas anticuadas y costosas pueden persistir.

#### 4. ¿Pueden los contratos, por lo general, ser sustitutos de las normas legales?

Un crítico podría argumentar que, cuando un país escoge normas legales ineficientes, los agentes corporativos las evitarán adoptando acuerdos eficientes a través de contratos. Si bien estamos de acuerdo con que los contratos alrededor de normas ineficientes a menudo funcionan, no siempre es posible hacerlos. Las normas mandatorias frecuentemente hacen que estos contratos sean imposibles. Y aun cuando contratar alrededor es permitido, con frecuencia es demasiado costoso hacerlo.<sup>55</sup>

Cierto, algunas normas son técnicas, involucrando sólo dos partes, y pueden ser fácilmente revertidas por contrato. Si las partes pueden cambiar la escritura de constitución y las normas «predeterminadas» favorecen a los gerentes (o a los accionistas con control), algunas veces pueden serlo. Pero tres simples ejemplos muestran que hay límites. Primero, una nación puede inducir, intencionalmente o no, la propiedad difundida manteniendo pequeñas a las instituciones que reúnen capital e impidiéndolas ser propietarias activas de grandes bloques de acciones; aquellos que quieran contratar alrededor de estas normas tendrían que construir un sistema financiero paralelo no regulado—una tarea costosa y, quizás imposible—y las fuerzas que hicieron al primer sistema ilegal probablemente también hagan ilegal al segundo.<sup>56</sup>

<sup>53</sup> Ver OLSON, Mancur. «The rise and decline of nations: Economic growth, stagflation, and social rigidities» 17-35 (1982) (argumentando que los grupos establecidos impiden el cambio). Los países con normas legales ineficientes podrían ni siquiera sufrir una desventaja agregada, si todos los países tienen algunas normas ineficientes. Todos los países podrían tener normas legales ineficientes, pero sus normas podrían ser ineficientes en diferentes sentidos con las diferencias siendo en parte dependientes de caminos.

<sup>54</sup> Ver ROE, Mark J. «Backlash», 98 COLUM. L. REV. 217, 219-21 (1998).

<sup>55</sup> Las normas tampoco pueden ser fácilmente sustituidas por reglas legales, por razones similares a aquellas que impiden a los contratos ser sustitutos de normas. Ver CHARNY, David «Nonlegal Sanctions in Commercial Relationships», 104 HARV. L. REV. 373, 429-44 (1990); CHARNY, «Politics», nota 50 *supra*; POSNER, Eric A. «Law, Economics, and Inefficient Norms», 144 U. PA. L. REV. 1697, 1728-36 (1996). Otros sustitutos aparte de un sistema financiero paralelo son imaginables, pero ellos también pueden ser muy costosos o podrían ser impedidos. Comparar con ADLER, Barry E. «Politics and Virtual Owners of the Corporation», 82 VA. L. REV. 1347, 1362-64 (1996).

<sup>56</sup> Comparar con ROE, STRONG MANAGERS», nota 13 *supra*, en 60-93. A fines del siglo diecinueve, la ley financiera norteamericana impidió la banca interestatal y los bancos con grandes bloques de acciones. Las aseguradoras norteamericanas trataron de terminar con este obstáculo construyendo un sistema de seguros interestatal, con las aseguradoras como propietarias de grandes bloques de acciones. Pero para 1906, una nueva ley impidió a las aseguradoras ser propietarias activas de grandes bloques de acciones.

Segundo, considere el fracaso de una nación en reducir los beneficios que un accionista con control puede extraer de una empresa. La escritura de constitución, o contrato, podría tomar las normas reductoras de beneficios que otra nación tenga e imponerlas al accionista con control. Pero adoptar estas normas en la escritura de constitución corporativa podría proporcionar beneficios limitados si, para ser efectiva, las normas necesitan del sistema de implementación—cortes, precedentes, profesionales, y normas—que la otra nación tiene. Este sistema de implementación es un «bien público» en cuanto a las partes contratantes y no puede ser constituido por esas partes del contrato de dos vías.

Tercero, para un ejemplo de normas obligatorias en las que no se puede contratar fácilmente alrededor, considere nuestro ejemplo de las normas alemanas que ordenaban la «codeterminación», cuyo mandato impone que la mitad del concejo de supervisión de la empresa esté en manos de representantes laborales. No hay manera formal de contratar alrededor de esta norma. Una estructura paralela carecería de autoridad formal dentro de la empresa y, si se le da autoridad formal (como fue ocasionalmente intentado en Alemania en los setentas y ochentas) sería ilegal bajo la Ley alemana.<sup>57</sup>

## 5. Reconstituciones

Otra forma para que los agentes corporativos «contraten alrededor» de un sistema ineficiente de normas corporativas es mediante la reconstitución en otro país. Por ejemplo, una empresa extranjera puede someterse a las normas de los Estados Unidos reconstituyéndose como, digamos, una corporación de Delaware, o se puede someter a un subgrupo de normas norteamericanas vendiendo acciones en los Estados Unidos. La reconstitución podría, en teoría, permitir a cada compañía removerse de la política de los grupos de interés locales (si las normas locales son inferiores a aquellas del otro país) y recibir las normas de ese otro país mediante la reconstitución. Con reconstituciones sin costo, las empresas podrían migrar a aquellos países con las normas legales más atractivas, con la presión resultante sobre los países para que adopten normas eficientes por el temor a perder todas las constituciones de empresas con otros países.

Ciertamente la posibilidad de reconstitución ha afectado profundamente las normas corporativas de los Estados Unidos. Las reconstituciones han llevado a muchas empresas a migrar a Delaware y a muchos estados a adoptar normas que se aproximan a las normas que prevalecen en Delaware.<sup>58</sup> Pero estas migraciones han sido facilitadas en los Estados Unidos por el hecho de que las compañías norteamericanas son tratadas similarmente en todo el país independientemente del estado en el cual se han constituido. Por consiguiente, para una compañía norteamericana reconstituirse de un estado a otro es una elección «pura» de un sistema de derecho corporativo y no involucra otras consecuencias económicas.

Este, sin embargo, no es el caso para las reconstituciones de un país a otro en el mundo de hoy. Tales reconstituciones no pueden ser hechas simplemente como un instrumento para escoger un grupo diferente de normas corporativas debido a que normalmente cargarán con impuestos significativos, regulaciones, u otras consecuencias económicas. Y mientras tales impedimentos a la reconstitución existan, las reconstituciones no podrán repetir el efecto que han tenido en las normas corporativas norteamericanas en un nivel mundial.

La discusión superior sugiere una advertencia. Si el mundo se hubiera movido a un gran sistema federal, entonces las diferencias entre las normas corporativas de los países habrían desaparecido o disminuido en gran parte. Pero este sistema federal mundial no ha surgido hasta ahora. Los pasos en esta dirección han sido provisionales e infrecuentes. Y mientras no surja, la fuente de dependencia de caminos que hemos identificado en esta Parte continuará operando.

Además, incluso si las reconstituciones en otro país fueran sin costo, permitirían a empresas y agentes corporativos evitar sólo aquellas normas corporativas que dependen del lugar de constitución. Pero el sistema de normas corporativas que gobierna las relaciones entre la corporación y sus accionistas también incluye muchos elementos que no dependen del lugar de constitución—como las normas que gobiernan la insolvencia, la banca, o los

<sup>57</sup> Los tribunales alemanes anulaban los esfuerzos por contratar alrededor de la «codeterminación» usando subcomités con una representación laboral reducida. Ver ROE, «German Codetermination», nota 24 *supra*, en 168.

<sup>58</sup> Las discusiones académicas persisten con respecto a si la competencia entre los estados norteamericanos ha sido beneficiosa. Comparar BEBCHUK, «Federalism», nota 35 *supra* (analizando los problemas con la competencia entre los estados sobre las constituciones corporativas), con: ROMANO, Roberta. «THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW» (1993) (apoyando fuertemente la competencia estatal). Pero ambas posiciones reconocen una migración y estandarización sustancial.

contratos laborales—que no pueden ser evitados por la reconstitución.

## 6. Victorias *public-regarding* sobre la política de los grupos de interés

Si bien nos hemos enfocado en esta Parte en la política de los grupos de interés, no asumimos que las normas corporativas sólo son el producto de las presiones de los grupos de interés. Como hemos mostrado en la Parte III.B, las normas corporativas serán dependientes de caminos incluso si asumimos que los legisladores son completamente *public-regarding*. Nuestro objetivo en esta Parte ha sido mostrar que los grupos de interés juegan un rol, rol que las personas pueden razonablemente discutir cuán sustancial es, que dependerá de las estructuras de propiedad existentes. Abajo ofrecemos algunos comentarios sobre que tan eficientes podrían ser las normas adoptadas a pesar de la política de los grupos de interés—e indicamos que la identidad de las normas eficientes que pueden superar las presiones de los grupos de interés podría depender aún de las estructuras de propiedad corporativa existentes.

Los cambios en las normas legales que probablemente provocarían una oposición feroz de los grupos de interés, serían aquellos que reduzcan directamente sus rentas. Un grupo de normas que podría ser más fácil de digerir son aquellas que en vez de reducir directamente las rentas, simplemente permitan los cambios transaccionales. Esto es, un país puede decidir en vez de ordenar una estructura, permitir a las partes escoger sus propias estructuras. Los ejemplos podrían incluir facilitar normas de mandato por valor, que impiden ciertas transacciones como la recompra de acciones, o que prohíben ciertas estructuras de propiedad. Este tipo de cambios en las normas son los más difíciles de resistir en términos de política pública (porque es difícil argumentar que tener una alternativa es perjudicial),<sup>59</sup> y los grupos de interés podrían estar menos opuestos o incluso preferir tales normas debido a que, mientras tengan suficiente control, pueden asegurarse que las transformaciones de reducción de rentas tengan lugar sólo si obtienen ganancias que compensen esta reducción en sus rentas. Algunas normas reductoras de rentas también

podrían ser aceptadas debido a que la reducción de rentas es parte de un paquete más grande de reformas legales. A veces los grupos de interés pierden, y otras veces son arrastrados por una corriente de modernización. Por ejemplo, un clima nacionalista de reformas por sí mismos podría inducir a los líderes políticos a creer que el sistema financiero debe ser modernizado o hecho más competitivo internacionalmente. Debido a que el tipo de sistema financiero que un país tiene puede influenciar fácilmente sus estructuras corporativas, los beneficiados corporativos podrían perder si un país revisa su sistema financiero. Ciertamente, lo que ha habido de convergencia en las normas legales de Europa parece encajar en este modo.<sup>60</sup>

Otro ejemplo es que los reformadores pueden concluir que el sistema judicial debe ser mejorado en general para facilitar el comercio. La reforma podría entonces, como consecuencia, proteger a los accionistas minoritarios (y destruir las rentas de los accionistas con control) haciendo las *derivative actions* \*\*\*\* más sencillas. Alguna vez incluso el accionista con control (o los gerentes o los intereses laborales) pueden concluir que sus beneficios privados perdidos son menores que los beneficios públicos que acumulan con las reformas institucionales.

De este modo, los obstáculos de los grupos de interés a las leyes «*public-regarding*» no son insuperables. Pero advierta que los cambios eficientes podrían ser capaces de superar la oposición de los grupos de interés, y la forma que tendrían que tomar para vencer tal oposición, podría seguir dependiendo de la fuerza relativa de los grupos de interés existentes—y por consiguiente del modelo existente de propiedad corporativa.

## D. Eliminación de las diferencias en las normas por mandato político

En las Partes precedentes, III.B y III.C, hemos mostrado que, al escoger las normas legales, las elecciones de los países dependerán de sus estructuras de propiedad existentes, y las elecciones resultantes podrían ser como consecuencia dependientes de caminos y variar significativamente entre los países. Advertimos al cerrar una calificación: las normas legales

<sup>59</sup> Incluso luego de que tales leyes permisivas sean adoptada, algunos cambios eficientes podrían no ocurrir debido a los intereses de los grupos privados en control. Ver el análisis del texto que acompaña las notas 27-38.

<sup>60</sup> TERRISE, Marie-Noëlle «L'Italie adopte des règles de gouvernement d'entreprise sur le modèle britannique» [Italia adopta normas de gobierno corporativo de acuerdo al modelo británico], en: LE MONDE, 9 de octubre de 1999. En 21.

\*\*\*\*Nota del traductor: el término «*derivative actions*» está referido al derecho de los accionistas de acudir al órgano jurisdiccional para hacer valer un derecho de la sociedad ante la inacción de los órganos societarios. Ver: CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo y Eleanor C. HOAGUE. «Diccionario Jurídico», Tomo I, Buenos Aires, Editorial Heliasta, 2001, p.227.

podrían convergir si un proceso de integración política lleva a un grupo de países a ponerse de acuerdo en tener un grupo idéntico de normas. Esto es, si los legisladores en cada país no están permitidos de hacer sus propias decisiones con respecto a las normas corporativas, entonces la dependencia de caminos desaparecería por mandato político.

Tal proceso de integración política ya ha estado llevándose acabo en Europa. Mientras que no hay duda que, cuando los países se integran en un mismo sistema político, el mandato político puede producir normas idénticas, los funcionarios europeos hasta ahora han fracasado en sus esfuerzos por acabar con las diferencias en las normas corporativas.<sup>61</sup> Las dificultades con las que los funcionarios europeos se han encontrado pueden ser vistas como una manifestación de la fortaleza de las fuerzas de la divergencia que hemos analizado. Los gerentes británicos, los accionistas franceses e italianos con control, y las empresas alemanas «codeterminadas» pueden cada uno preferir un sistema de gobierno corporativo que difiera radicalmente del preferido por los otros. Pero estos agentes podrían compartir una posición común: ellos podrían desear mantener sus ventajas posicionales en sus propias empresas y así podrían todos preferir impedir que los funcionarios de la Unión Europea impongan un grupo común de normas corporativas.<sup>62</sup>

Una descripción simple resulta instructiva:

La Comisión [Europea] ha estado promoviendo el concepto de un estatuto

europeo para las compañías por 26 años. Los sucesivos presidentes [UE] lo han puesto en sus agendas, sólo para verlo zozobrar con argumentos que van desde el estado de los miembros hasta materias como los derechos de los trabajadores.

Lo que retrasa el acuerdo es que las compañías no existen asiladamente sino incrustadas en la vida social de los países.<sup>63</sup>

De cualquier forma, sin tener en cuenta cuán fácil es el poner normas legales idénticas desde el centro por mandato político, el análisis en esta Parte se ha enfocado en el caso común en el cual los legisladores en cada país son libres de escoger las normas corporativas del país. Y en esta situación común, sus elecciones probablemente serán dependientes de caminos.

## E. Conclusión sobre la dependencia de caminos guiada por las normas

Hemos mostrado en esta Parte que las normas corporativas que afectan las elecciones de estructura de propiedad, son dependientes de caminos. La elección de algunas normas corporativas depende del modelo existente de propiedad. Primero, los legisladores «*public-regarding*» podrían encontrar frecuentemente que las estructuras e instituciones existentes, desarrolladas para adaptarse a esas estructuras, afectan cuáles serían las normas eficientes para adoptar y mantener. Segundo, la política de los grupos de interés afecta la elección de las normas legales al punto que

<sup>61</sup> La muerte de la Quinta Directiva Europea es discutida en DU PLESSIS, J.J. y DINE, J. «The Fate of the Draft Fifth Directive on Company Law: Accommodation Instead of Harmonisation», 1997 J. BUS. L. 23. Similarmente, la propuesta por la Decimotercera Directiva, que estaba destinada a unificar las leyes europeas de adquisiciones de control, fue archivada. Ver «Proposal for a 13th Council Directive on Company Law, Concerning Takeover and Other General Bids», BULL. OF EUR. COMMUNITIES (marzo de 1989) (presentado al Concejo por la Comisión Europea el 19 de enero de 1989). El último esfuerzo es el de construir un estatuto corporativo europeo, con las empresas teniendo la opción de usar el código local o el código europeo. Ver SCHMID, John. «Labor's Equal Role Gets a Second Look in Germany: Why Keep Workers in the Boardroom?» En: INT'L HERALD TRIB., 30 de junio de 1997, en 1 (discutiendo la reacción alemana a la propuesta europea de establecer un estatuto europeo de compañías). Pero ver BERGLÖF, Eric. «Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda», ECON. POL'Y, abril de 1997, en 93, 94 («A pesar de los recientes intentos para revivir la idea, las esperanzas de un *Société Européenne* [el estatuto europeo de compañías] actualmente se muestran oscuras.»). La uniformidad podría llegar vía las decisiones judiciales que socavan la doctrina «*seat of business*», que hace que la nación de constitución sea la nación donde el negocio principal de la empresa se encuentra. Una reciente decisión judicial europea abre el camino para tal movimiento de nuevas constituciones. Ver «Centros Ltd. v. Erhervs-og Selskabsstyrelsen» [1999] E.C.R. Caso C-212/97 (permitiendo a una empresa danesa sin negocios en Gran Bretaña constituirse ahí). Si tal desarrollo toma raíces, el cambio podría ocurrir.

<sup>62</sup> Y los países también pueden volverse hostiles hacia estructuras y formas de comercio extranjeras. Las élites francesas, por ejemplo, se muestran hostiles hacia los mercados liberalizados anglosajones y están orgullosos de los negocios de propiedad familiar que perduran por varias generaciones. Ver MAURUS, Véronique. «Le secret des Hénokiens», en: LE MONDE, 18 de marzo de 1998, en 12 (notando la tradición de las familias propietarias de las grandes empresas en Francia). Los líderes empresariales norteamericanos se enorgullecen de evitar las estructuras cerradas de Europa continental.

<sup>63</sup> WAGSTYL, Stefan y Neil BUCKLEY. «Birthpangs of a Colossus», en: FIN. TIMES, 12 de julio de 1996, en 17 (énfasis del autor). Ver también: HOPT, Klaus J. «COMPANY LAW IN THE EUROPEAN UNION: HARMONIZATION OR SUBSIDIARITY» (Centro di studi e ricerche di diritto comparato e staniero Conference Paper No. 31, 1998) (notando que no ha surgido en Europa un derecho corporativo común).

su dinámica y consecuencias podrían depender, de nuevo, de las estructuras de propiedad existentes. Efectivamente, hemos mostrado cómo esta interacción entre las estructuras de propiedad concentrada y las normas mercantiles plausiblemente podría haber inducido la persistencia de las diferentes estructuras. Así, las dos fuentes de dependencia de caminos que hemos identificado pueden ayudar a explicar por qué las diferencias substanciales en los sistemas de derecho corporativo han persistido hasta ahora.

#### IV. OTRAS BASES PARA LA DIVERGENCIA PERSISTENTE

En esta Parte enunciamos otras razones para la persistencia de las diferencias en gobierno y estructuras de propiedad corporativa entre las economías avanzadas. Estas razones no están enraizadas en la dependencia de caminos; más bien se ocupan de las formas en que algunos parámetros importantes difieren entre estas economías. Los ponemos sobre la mesa por minuciosidad y también porque ellos refuerzan las razones de dependencia de caminos para la continuidad de la divergencia.

##### A. Diferencias de opinión

Hemos asumido que tanto legisladores como planificadores corporativos alrededor del mundo pueden y podrían todos identificar cuáles normas y estructuras serían eficientes. Pero los legisladores y agentes corporativos discrepan hoy, han discrepado en el pasado, y con toda probabilidad continuarán discrepando sobre cuáles estructuras y normas corporativas son mejores.

A menudo el conocimiento teórico y empírico no nos dice con seguridad cuál estructura o norma corporativa sería la más eficiente. Pero sin la seguridad teórica o empírica, agentes corporativos y legisladores pueden discrepar sobre cuáles estructuras y normas son mejores. Las diferencias persistentes de opinión podrían haber proporcionado, y sospechamos que probablemente continuarán proporcionando, diferencias persistentes en normas y estructuras. En efecto, es suficiente revisar estos temas en las revistas jurídicas o en la literatura financiera para ver cómo, incluso en el mismo país y en la misma cultura, pocos temas corporativos básicos han sido resueltos.<sup>64</sup>

Ahora podría ser argumentado que, incluso sin la convergencia de opiniones, la selección natural podría ser suficiente para asegurar que las estructuras eventualmente tomarán una forma eficiente. En esta visión, para tener la convergencia hacia la eficiencia, los agentes no necesitan descubrir explícitamente qué es lo óptimo. Sólo las estructuras óptimas sobrevivirán, y la selección natural eliminará a las ineficientes. Las personas, continúa el argumento, no necesitan haber entendido que las tiendas en Miami deberían vender trajes de baño en vez de pieles. Las tiendas que venden pieles en Miami habrían quebrado y las que venden trajes de baño habrían prosperado (salvo que hubiese muchas de ellas); un equilibrio habría surgido rápidamente con las tiendas vendiendo el producto óptimo.

Pero este cuento de la selección natural, si bien tiene fuerza para las tiendas que venden pieles en Miami, podría no ser tan convincente para las normas y estructuras corporativas. Porque la elección de una estructura de propiedad es sólo uno de los muchos aspectos que determinarán el éxito de una empresa, la selección natural por sí sola (sin que los agentes reconozcan la ineficiencia) no necesariamente eliminaría las estructuras ineficientes. De la misma manera, mientras los agentes no reconozcan la ineficiencia de ciertas normas corporativas, la selección natural no eliminaría a las economías que usen estas normas; al margen estas economías podrían volverse más pobres, pero no serían destruidas. Entonces, la selección natural por sí sola no eliminaría las normas legales y las estructuras de propiedad ineficientes. La *performance* relativamente peor de esas normas y estructuras podría llevar a su reemplazo sólo si las personas que toman las decisiones reconocen que las normas y las estructuras son de hecho ineficientes. Y, como discutimos arriba, el identificar cuáles normas y estructuras son ineficientes podría ser difícil no sólo para los investigadores sino para las personas que toman las decisiones.

##### B. Diferencias en empresas y mercados

Para enfocarnos en las razones dependientes de caminos para la divergencia, hemos asumido que las economías avanzadas de las que nuestra investigación se ocupa son similares en todas las condiciones económicas

<sup>64</sup> Por ejemplo, luego de gran debate en la literatura, todavía existen diferencias substanciales entre los investigadores sobre la regulación deseable de las adquisiciones de control corporativas. Ver, por ejemplo, GILSON y BLACK, nota 45 *supra*, en 730-889.

relevantes—y, en particular, tienen empresas y mercados similares. Dejar de lado este supuesto introduce más razones para la persistencia de las diferencias.

*El tamaño de la economía.* Algunos países son más pequeños que otros. El tamaño de la economía influye en el tamaño de distribución de sus compañías y en el tamaño de su mercado de capitales. La estructura óptima podría depender del tamaño de una compañía y del tamaño del mercado de capitales de la nación.<sup>65</sup>

*Lo que hacen las empresas.* Los países se pueden diferenciar mucho en lo que sus empresas hacen y cómo operan. Los países se diferencian en ubicación, recursos naturales e inversiones en capital humano. Estas importantes diferencias, como los beneficios de la especialización y la red de externalidades, podrían llevar a diferencias entre los países en lo que sus corporaciones hacen. Y estas diferencias pueden llevar a estructuras de gobierno y de propiedad diferentes. Las normas y estructuras corporativas óptimas podrían depender del tipo de tecnologías, inversiones, y fuerza laboral que una compañía tiene. Así, si los países difieren sistemáticamente en sus empresas y tecnologías, entonces las normas legales que serían las más eficientes para ellos podrían diferir,<sup>66</sup> y las estructuras de propiedad corporativa que serían las más eficientes también diferirían.

### C. Diferencias en cultura, ideología, y política

Hemos considerado a las normas legales como un producto de (i) valoraciones «*public-regarding*» como cuáles normas producirían el valor más alto, distorsionadas por (ii) la política de los grupos de interés. Pero no somos completos materialistas. La cultura y la ideología, no sólo maximización del valor e interés personal, podrían influenciar la elección de derecho corporativo de un país.

La cultura norteamericana, por ejemplo, resiste la jerarquía y la autoridad centralizada más que, digamos, la cultura francesa. Los ciudadanos alemanes están orgullosos de la «codeterminación» nacional. Las familias propietarias de Italia pueden obtener utilidades especiales de un negocio familiar con tradición,<sup>67</sup> mientras que una familia norteamericana podría preferir vender la compañía tempranamente y que un descendiente se presente al Senado.

Un vínculo entre ideología política y estructuras de propiedad corporativa es analizado por uno de los autores en otra parte.<sup>68</sup> De acuerdo a ese análisis, los países donde las ideologías social demócratas son las dominantes pueden entregarles autoridad a los empleados más que los países con otros tipos de gobiernos, poniendo una mayor presión en los gerentes al tomar una posición favorable a los trabajadores en vez de a los propietarios. En consecuencia, los propietarios pueden preferir mejores medios de control (para resistir esta presión), y estos pueden ser propiedad concentrada. Así, no sólo la demanda por cambios en las normas podría ser débil en las democracias sociales, sino las demandas por estructuras de propiedad y de gobierno diferentes pueden persistir mientras las diferencias políticas lo hagan.

### CONCLUSIÓN

Hemos desarrollado en este trabajo una teoría sobre dependencia de caminos de estructuras de gobierno y propiedad corporativa. Mostramos cómo en cualquier punto en el tiempo las estructuras corporativas que una economía tiene probablemente dependan de aquellas que tuvo antes.

Un tipo de dependencia de caminos es guiada por la estructura. Mostramos cómo las estructuras iniciales de propiedad de una economía influenciaban directamente las elecciones posteriores de estructuras de

<sup>65</sup> Comparar con: ACEMOGLU, Daron y Fabrizio ZILIBOTTI. «Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth», 105 J. POL. ECON. 709, 745 (1997) (ofreciendo una teoría de desarrollo económico que conecta el grado de lo incompleto del mercado con la acumulación del capital y el crecimiento); BAUMOL, William J. y Ralph E. GOMORY. «Inefficient and Locally Stable Trade Equilibria Under Scale Economies: Comparative Advantage Revisited», 49 KYKLOS 509, 510-16 (1996) (analizando el ineficiente equilibrio comercial producido por las economías de escala a pesar de los mecanismos del mercado).

<sup>66</sup> Esta afirmación supone algunas economías de escala para las normas corporativas—por ejemplo, que costaría más proporcionar un sistema de derecho corporativo separado a cada grupo de compañías y por lo tanto cada país desarrollará un sistema para que encaje mejor con sus empresas típicas. Para un ejemplo del fracaso de una nación en desarrollar sistemas de derecho corporativo separados, revisar la discusión en la nota 42 *supra* (discutiendo el fracaso norteamericano en bifurcar la quiebra en empresas públicas y empresas cerradas, y la fusión eventual de los sistemas).

<sup>67</sup> Ver BOHLEN, Celestine. «A Delphic Oracle Has Seen the Future, and Likes It», en: N. Y. TIMES, 14 de abril de 1998 en A4 (describiendo cómo el prestigio de Giovanni Agnelli se basa en el control de su familia de la Fiat, la empresa italiana de fabricación de automóviles).

<sup>68</sup> Ver ROE, Mark «Political Preconditions», nota 20 *supra*

propiedad. Identificamos dos razones para esta dependencia estructural—una basada en eficiencia y otra en la búsqueda de rentas. Primero, debido a costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales y múltiples puntos de equilibrio, la estructura eficiente depende parcialmente de las estructuras con las cuales la compañía y/u otras compañías de su entorno empezaron. Segundo, las estructuras de propiedad existentes podrían tener, incluso con algunas ineficiencias, poder de persistencia debido a la búsqueda interna de rentas. Como hemos mostrado, aquellos grupos que participan del control bajo las estructuras existentes podrían tener los incentivos y la capacidad para impedir cambios que si bien aumentarían la eficiencia, reducirían sus beneficios privados del control.

El otro tipo de dependencia de caminos es guiada por las normas. Mostramos que las estructuras de propiedad iniciales afectan a las estructuras posteriores al afectar también a las normas corporativas bajo las cuales estas estructuras posteriores serán escogidas. Identificamos dos razones—una basada en eficiencia y otra en la política de los grupos de interés—por las cuales las normas legales de un país en cualquier punto en el tiempo podrían estar influenciadas por los modelos de

propiedad que el país tuvo antes. Primero, asumiendo incluso que las normas legales son escogidas sólo por razones de eficiencia, los modelos iniciales de propiedad influyen en la determinación de qué normas serían eficientes. Segundo, las estructuras iniciales de propiedad corporativa de un país influyen en el poder que varios grupos de interés tendrán en el proceso político que produce las normas corporativas. Así, las estructuras iniciales de propiedad que le dieron el control a cierto grupo de agentes corporativos (digamos, administración profesional o accionistas con control) aumentarían la probabilidad que posteriormente el país tenga las normas preferidas por estos grupos.

Nuestro análisis arroja luces sobre por qué las economías avanzadas difieren en sus patrones de propiedad y gobierno corporativo. Puede explicar por qué, a pesar de las fuerzas poderosas de globalización y eficiencia, algunas diferencias claves han persistido hasta ahora. También puede proporcionar una base para predecir que diferencias importantes podrían persistir en el futuro. La dependencia de caminos es una fuerza importante—una que los estudiantes de gobierno corporativo comparativo necesitan reconocer—en moldear al gobierno y propiedad corporativa alrededor del mundo.

### Cuadro I

División del Valor de la empresa en  $T_1$  bajo propiedad concentrada

	Acciones	Porcentaje de Valor	Valor
Bloque de control	50	60%	\$1,20 por acción
Acciones minoritarias	50	40%	\$0,80 por acción
Total de la empresa	100	100%	\$100
Valor total			\$60 en el bloque de control + \$40 en acciones minoritarias = \$100

### Cuadro II

División del valor de la empresa en  $T_1$  bajo propiedad difundida

	Acciones	Porcentaje del valor	Valor
Bloque de Control	0		
Acciones minoritarias	100	100%	\$110
Total	100	100%	\$110
Total del accionista con control			\$110 en efectivo