

## GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS ESTADOS UNIDOS A COMIENZOS DEL SIGLO XXI Y SU POSICIÓN EN EL ÁMBITO GLOBAL

*M. Sava B. Thomas\**

### RESUMEN

El propósito de esta ponencia es tratar el tema de los gobiernos corporativos en Estados Unidos. Para ello aclara algunas interrogantes tales como concepto de gobierno corporativo, relevancia que tiene el tema, tipos de sistemas corporativos elegidos por los principales países del mundo y sistema corporativo que existe actualmente en Estados Unidos.

### INTRODUCCIÓN

Luego de aceptar la invitación del Profesor Felipe Bahamóndez Prieto para participar en la Primera Jornada de Derecho de la Empresa sobre "La Empresa y el Derecho, los Desafíos del Nuevo Siglo", estimé que sería interesante presentarle a la audiencia en Chile algunos de los temas de más actualidad y relevancia entre los abogados que se dedican a esta área del derecho en los Estados Unidos. Para identificar el tema de mi ponencia, revisé los índices de un sinnúmero de publicaciones legales de los Estados Unidos de los últimos dos años para así poder determinar el tema o temas predilectos. Como resultado de este estudio informal, elegí el tema del "gobierno corporativo"<sup>1</sup> que, junto al tema de la "globalización", parecía llevar la bandera entre los temas más analizados en el área del derecho societario o empresarial.

Las publicaciones sobre gobierno corporativo son muy numerosas, un tanto grandiosas en su enfoque y en muchos aspectos repetitivas. El propósito de esta ponencia es simplificar la información disponible para responder a las siguientes preguntas básicas:

- (a) ¿Que es gobierno corporativo?
- (b) ¿Por qué el gobierno corporativo es un tema de importancia?
- (c) ¿Qué sistemas de gobierno corporativo han elegido los principales países del mundo?
- (d) ¿Qué sistema de gobierno corporativo hay en Estados Unidos?
- (e) ¿Qué sucede en otros países del mundo?
- (f) ¿Cómo se evalúan los cambios en gobierno corporativo?
- (g) ¿Cuál es el futuro del gobierno corporativo?

\* Profesora de Derecho Comparado de Empresa en el Magíster en Derecho de la Empresa de la Escuela de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Egresada de la Escuela de Derecho de esta universidad y de Fordham University School of Law de Nueva York, es miembro del Colegio de Abogados de la Ciudad de Nueva York, ciudad en la que reside y ejerce la profesión.

<sup>1</sup> Traducción literal de "corporate governance", término que se refiere a la administración de sociedades anónimas y otras entidades similares.

*(a) ¿Que es gobierno corporativo?*

El término “gobierno corporativo” surgió en los Estados Unidos y, a pesar de su popularidad, sigue siendo un término notablemente impreciso. En Estados Unidos el término se refiere en general a la relación entre los ejecutivos que manejan una empresa pública, su directorio y sus accionistas<sup>2</sup>. Es interesante observar que el debate que rodea al concepto de gobierno corporativo tiene por objeto el método de manejo de las empresas más que la substancia de la toma de decisiones<sup>3</sup>.

No hay una sola definición de gobierno corporativo sino que muchas, dependiendo de la perspectiva en que se mira el término.

Si analizamos el término gobierno corporativo desde el punto de vista de las disciplinas legales envueltas, este puede definirse como una combinación entrelazada de ley de sociedades, regulación del mercado de capitales y legislación laboral que se traduce en una estructura legal tripartita, con una identidad nacional que distribuye y ordena los poderes y procesos de toma de decisión dentro de las organizaciones corporativas<sup>4</sup>. Esta definición hace hincapié, por lo tanto, en tres áreas legales específicas: ley de sociedades, regulación de los mercados de capitales y legislación laboral.

A modo de comparación, otra definición le da importancia a los diversos actores que tienen el potencial de demandar alguna prestación o acción de parte de la empresa y así describe al gobierno corporativo como el proceso máximo de administración que maneja y arbitra la creación de valor y la transferencia de este a ciertos demandantes de un modo tal que asegure la responsabilidad de la empresa hacia estos demandantes<sup>5</sup>. Esta definición enfatiza los roles de demandante y de responsabilidad, indicando que hay quienes tienen derecho a recibir de las empresas y a exigir responsabilidad. Los demandantes incluyen a los accionistas, empleados, acreedores, clientes, proveedores, competidores y a la sociedad en general. Esta definición da lugar a dos modelos de gobierno corporativo: por un lado, los legalistas que ven a la empresa como un conjunto de contratos con el propósito exclusivo de servir a sus accionistas (Estados Unidos) y, por el otro, los comunitaristas que consideran a la empresa como una entidad legal independiente con responsabilidad no solo con respecto a los accionistas, pero también con respecto a otros demandantes y a la sociedad en general (Alemania y Japón)<sup>6</sup>.

*(b) ¿Por que el gobierno corporativo es un tema de importancia?*

El mundo actual vive en un periodo de transición –conocido como globalización– que se refleja en:

1. El quebrantamiento del Orden Monetario Internacional Mundial acordado en Bretton Woods en 1944;
2. El crecimiento de las sociedades y empresas transnacionales y multinacionales desde 1945;
3. El rápido desarrollo de la computación y las telecomunicaciones con la resultante reducción en los costos de las transacciones en los mercados de capitales,
4. La revolución financiera internacional;
5. El crecimiento de las inversiones institucionales internacionales;

<sup>2</sup> Robert W. Hamilton, “Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes but Uncertain Benefits”. *The Journal of Corporate Law*, Winter 2000, 349-373, página 349.

<sup>3</sup> John H. Farrar, “The New Financial Architecture and Effective Corporate Governance”, *The International Lawyer*, Vol. 33, N° 4, Winter 1999, 927-954, página 929.

<sup>4</sup> John W. Cioffi, “State of the Art: A Review Essay on Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research”, 48 *American Journal of Comparative Law* N° 3, Summer 2000, página 505.

<sup>5</sup> Timothy L. Fort y Cindy A. Schipani, “Corporate Governance in a Global Environment: The Search for the Best of All Worlds”, *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 33, 829-876, página 832.

<sup>6</sup> Fort y Schipani, página 833.

6. Desequilibrios en el mercado de capitales causado por diferencias en las tasas de ahorro y en las oportunidades de inversión y en los desequilibrios en el comercio internacional tales como los excedentes de OPEC y Japón;
7. La caída del comunismo en la ex Unión de Repúblicas Soviéticas y en Europa Oriental;
8. La reducción del estatismo y el crecimiento de la corporatización y privatización de las empresas públicas;
9. El crecimiento del regionalismo con organizaciones tales como la Unión Europea y el Acuerdo de Libre Comercio de Norteamérica (NAFTA) y los intentos para activar la región de Asia y el Pacífico a través de APEC, que se complica *inter alia* con la presencia de los Estados Unidos y Canadá;
10. La caída de las barreras comerciales y el crecimiento de la competencia internacional; y
11. El surgimiento de ciertos países en desarrollo, como China e India, los cuales tienen un potencial económico de vastas proporciones<sup>7</sup>.

Como consecuencia de la globalización, muchos países han adoptado las técnicas del mercado libre, aun cuando no hayan adoptado dicha ideología. Los avances tecnológicos están constantemente mejorando las comunicaciones que hacen posible la interacción con las fuerzas del mercado. La remoción de barreras al comercio y a la inversión ha creado oportunidades para las empresas nacionales en mercados foráneos, abriendo al mismo tiempo la puerta de entrada a los mercados domésticos a competidores extranjeros. La rapidez y complejidad del cambio ha puesto en riesgo la capacidad de los gobiernos nacionales para manejar el impacto local del cambio, particularmente cuando este resulta de eventos en otras partes del mundo<sup>8</sup>.

Considerando que tradicionalmente los gobiernos nacionales se han enfrentado a la globalización casi exclusivamente a través de las actividades de las empresas multinacionales o transnacionales y partiendo de la base que no existe ni una legislación ni un sistema regulador de carácter global, el impacto de la globalización en la administración de las empresas debe estudiarse a nivel nacional. Por lo tanto, dado lo anterior cabe preguntarse: ¿cómo han enfrentado los principales países del mundo el tema del gobierno corporativo? Particularmente, ¿cómo han enfrentado el tema desde el punto de vista de la división tripartita indicada arriba, vale decir, ley de sociedades, regulación de mercado de capitales y legislación laboral? Una comparación de la situación en Estados Unidos, Inglaterra, Alemania, Francia y Japón parece indicar que los mercados financieros y la regulación de dichos mercados es el área que ha experimentado los mayores cambios frente a la globalización. En comparación, la legislación laboral en estos países ha cambiado muy poco y la ley de sociedades ha experimentado un cambio moderado.

*(c) ¿Que sistemas de gobierno corporativo han elegido los principales países del mundo?*

Algunos países, en particular Estados Unidos y otros países anglosajones, han construido sus sistemas de gobierno corporativo sobre un mercado de capitales con base en una bolsa de valores. Otros sistemas, como el de Alemania y Japón, descansan en un mercado de capitales centrado en los bancos. Otros están caracterizados por grandes agrupaciones de empresas relacionadas, como el sistema del *keiretsu* del Japón, o por la concentración del control de las grandes empresas en grupos familiares como en Canadá, Italia, y, notablemente, Alemania<sup>9</sup>.

Una parte de la literatura en esta área está dedicada al análisis del rol e importancia en los sistemas de gobierno corporativo de los tres componentes estructurales básicos representados

<sup>7</sup> John H. Farrar, "The New Financial Architecture and Effective Corporate Governance", *The International Lawyer*, Winter 1999, 927-954, página 930.

<sup>8</sup> Farrar, página 931.

<sup>9</sup> Ronald J. Gilson, "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function", *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 49, Number 2, Spring 2001, página 329.

por la ley de sociedades, la regulación de los mercados de capitales y la ley laboral. Otra parte de la literatura analiza a los sistemas políticos/económicos claves agrupándolos en tres categorías básicas: neoliberal (Estados Unidos y Gran Bretaña), neocorporatista (Alemania) y estatista (Francia y Japón)<sup>10</sup>.

En relación a la división tripartita antes indicada, es interesante observar cómo responden los diversos sistemas a la pregunta: "¿a favor de quién se gobiernan las empresas?" ¿Los accionistas, los trabajadores, los acreedores, o la sociedad en general? Estados Unidos e Inglaterra tradicionalmente han tomado la posición de que las empresas se manejan primordialmente a favor de los accionistas en general. En comparación, en Japón y Alemania los trabajadores han tenido históricamente una posición muy fuerte. Ninguno de estos países, sin embargo, tiene un solo enfoque. Así, algunas de las características comunitarias de Japón y Alemania están entrando en las prácticas de gobierno corporativo de los Estados Unidos y algunos de los elementos típicos del sistema de los Estados Unidos están siendo gradualmente incorporados a las prácticas del Japón y Alemania<sup>11</sup>.

Es importante tener presente que las metas principales de un gobierno corporativo global consisten en promover (1) transparencia en transacciones comerciales y financieras, especialmente en relación al levantamiento de capitales; (2) responsabilidad a través de un mejor monitoreo de la actuación de la gerencia; y, (3) competencia<sup>12</sup>.

#### (d) *¿Qué sistema de gobierno corporativo hay en los Estados Unidos?*

Estados Unidos representa la posición de que el control final sobre la empresa debe residir en los accionistas –mayoritarios y minoritarios– y que los administradores de la empresa –directorio y ejecutivos– deben administrarla a favor de los intereses de los accionistas. Los intereses de otros demandantes –empleados, acreedores, clientes, proveedores– deben ser protegidos a través de contratos y otros medios legales que no involucren su participación directa en el gobierno de la empresa.

Al darle prioridad al bienestar del accionista, el sistema de gobierno corporativo de Estados Unidos le ha dado énfasis a la eficiencia, con resultados impresionantes. Este sistema funciona a través de mercados diseñados para proporcionar información transparente a una amplia gama de inversionistas que demandan retorno a sus inversiones y empresas eficientemente administradas. Como resultado, Estados Unidos tiene un mercado accionario relativamente líquido y mucho más grande que otros países<sup>13</sup>.

Para entender mejor el sistema de gobierno corporativo de Estados Unidos vale la pena empezar observando su desarrollo histórico, particularmente el rol que juegan los inversionistas institucionales y, finalmente, ver el impacto de este sistema a través de algunas cifras interesantes.

#### (i) Historia de gobierno corporativo en los Estados Unidos

Los años cincuenta representan un punto clave para empezar a estudiar el tema del gobierno corporativo en los Estados Unidos por dos razones: (1) era un momento en que la gerencia gozaba de una muy buena reputación dentro del país debido a la actuación y contribución de la industria norteamericana durante la Segunda Guerra Mundial; y (2) en 1950, la administración de la mayoría de las empresas había cambiado de los fundadores iniciales de las grandes empresas a administradores profesionales que se mantenían en sus posiciones no por el número de sus acciones, si no que por su competencia<sup>14</sup>.

<sup>10</sup> John W. Cioffi, *Governing Globalization? The State, Law, and Structural Change in Corporate Governance*, *Journal of Law and Society*, Vol 27, N° 4, Dec. 2000, páginas 572-600, 576.

<sup>11</sup> Fort y Shipani, página 838.

<sup>12</sup> Farrar, página 953.

<sup>13</sup> Fort y Shipani, página 839.

<sup>14</sup> Hamilton, páginas 349-364.

Alrededor de los años cincuenta, las empresas de los Estados Unidos tenían las siguientes características:

- La mayoría de los accionistas de una empresa pública eran individuos usualmente no bien informados en cuanto a los asuntos de la sociedad y relativamente desorganizados.
- Ningún accionista en las doscientas empresas más grandes de los Estados Unidos era dueño más que de una pequeña fracción de la empresa.
- Como resultado de estos pequeños intereses, ningún individuo estaba dispuesto a invertir su tiempo y esfuerzo para monitorear a la gerencia ya que resultaría en un beneficio gratis a favor de otros accionistas.
- La selección de directores no ocurría cuando los accionistas votaban a favor de la lista propuesta sino cuando la lista se preparaba por la gerencia.
- La figura del gerente (CEO) quien también era presidente del directorio era clave en el manejo de la empresa.
- Los directorios estaban compuestos mayoritariamente de directores internos.
- Las decisiones más importancia eran muchas veces tomadas por la gerencia sin solicitar la opinión anterior del directorio.

A comienzos del siglo XXI, el gobierno de una empresa pública tiene las siguientes características:

- Los directorios son más pequeños que hace cincuenta años; normalmente entre 5 y 15 miembros, con muchos con menos de 10 directores.
- El número de directores internos ha disminuido en forma dramática y en algunos casos han desaparecido de los directorios (“directorios supermayoritariamente independientes”).
- Los directores independientes se reúnen por lo menos una vez al año sin la presencia del CEO o de los directores internos.
- La agenda de la reunión del directorio no está exclusivamente a cargo del CEO.
- Los directores son elegidos entre los CEO de otras empresas públicas.
- Mujeres, minorías, académicos, etc. se encuentran entre aquellas personas nominadas a los directorios.
- Los comités de auditoría, de nominaciones y de compensación están compuestos exclusivamente de directores externos.
- El manejo diario de la empresa continúa estando a cargo del CEO y de los ejecutivos responsables ante el CEO.
- En adición a lo anterior, la Asociación Nacional de Directores de Empresas ha recomendado que una parte importante de la generosa compensación de los directores sea pagada en acciones u opciones de acciones de la empresa. Las comisiones que los directores reciben anualmente oscilan entre \$50.000 y \$100.000 por un total aproximado de 8 reuniones al año de unas pocas horas de duración.

#### (ii) Crecimiento de los inversionistas institucionales

El crecimiento de los inversionistas institucionales que se indicó arriba como una de las características de la globalización, pareciera ser clave en el desarrollo del concepto de gobierno corporativo, particularmente en Estados Unidos. Entre los inversionistas institucionales en los Estados Unidos se encuentran los fondos de pensiones, los fondos mutuos, las compañías de seguros, las fundaciones privadas, los fondos de ahorros de universidades y organizaciones de caridad, las firmas de inversiones y otras instituciones.

Las siguientes cifras proporcionan un cuadro claro de la importancia de los inversionistas institucionales<sup>15</sup>:

<sup>15</sup> Cifras obtenidas de una serie de informes denominados “Informes de Inversiones Institucionales” preparados en 1998 por el Global Research Council of the Conference Board, 845 Third Avenue, New York, N.Y.

- En 1960, el monto total de acciones en manos de inversionistas institucionales representaba un 12,6% del mercado total accionario en los Estados Unidos. El porcentaje creció a 19,4% en 1970, a 33,9% en 1980, a 47,2% en 1990, y a 48,5% en 1996.
- El valor total de las inversiones de los inversionistas institucionales aumentó de \$ 672.6 billones en 1970 a \$ 11,1 trillón en 1996.
- Si consideramos solo las 1.000 empresas más grandes de los Estados Unidos, las inversiones en ellas por inversionistas institucionales creció de un 46.6% del total de las acciones comunes en 1987 a 59,9% en el año 1997.
- En 1987, solo 4 empresas entre dichas 1.000 empresas tenían 90% o más de sus acciones en manos de inversionistas institucionales. En 1997, 40 de las empresas entraron en dicha categoría.
- El crecimiento de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos se debe a una serie de factores, incluyendo: (1) el aumento de riqueza de la sociedad norteamericana en general; (2) un largo período de inflación que empezó después de la Segunda Guerra Mundial, que hizo poco atractivas las inversiones tradicionales en instrumentos de renta fija; (3) cambios en la legislación tributaria que llevaron a la creación de planes de ahorro y jubilación para los empleados; (4) la creciente popularidad de los seguros de vida que hizo que las compañías de seguro invirtieran intensamente en acciones; y, (5) la popularidad de fondos mutuos que permiten la inversión o el retiro inmediato de fondos a valores actuales de mercado<sup>16</sup>.

Los inversionistas institucionales tienen las siguientes características<sup>17</sup>:

- Los inversionistas institucionales importantes de una empresa se reúnen periódicamente con la gerencia para recibir información y ofrecer sugerencias,
- A diferencia de Japón o Alemania, los inversionistas institucionales de los Estados Unidos en general limitan sus inversiones a menos del 5% de las acciones de una empresa,
- Algunos inversionistas institucionales han establecido programas para monitorear las empresas en sus portafolios,
- Solo una pequeña fracción de los inversionistas institucionales está envuelto en materias de gobierno corporativo, mientras que la mayoría, si la inversión no es atractiva, simplemente vende las acciones,
- Ciertos inversionistas institucionales, particularmente los fondos de pensión, invierten a largo plazo y usan el sistema de gobierno corporativo para mejorar el retorno de su capital.

Como resultado de lo anterior, tanto las empresas como la legislación de los Estados Unidos han tomado medidas para acomodar a los inversionistas institucionales.

### (iii) Algunas cifras interesantes

Como lo indiqué anteriormente, al darle prioridad al bienestar del accionista, el sistema de gobierno corporativo de los Estados Unidos le ha dado énfasis a la eficiencia, con resultados impresionantes. Este sistema funciona a través de mercados diseñados para proporcionar información transparente a una amplia gama de inversionistas que demandan retorno a sus inversiones y empresas eficientemente administradas. Como resultado, los Estados Unidos tiene un mercado accionario relativamente líquido y mucho más grande que otros países<sup>18</sup>:

<sup>16</sup> Hamilton, página 353.

<sup>17</sup> Hamilton, página 356.

<sup>18</sup> Fort y Schipani, páginas 839-842.

- Más de 9.000 empresas están registradas en los mercados más importantes de los Estados Unidos.
- En comparación, Japón solo tiene 1.800 empresas registradas y Alemania menos de 700 (a pesar de que tiene alrededor de 500.000).
- Las empresas registradas en Alemania representan un 20% de la renta de las empresas alemanas y la capitalización de su mercado accionario como porcentaje del producto doméstico bruto es menos de 40%, comparado con 57% en Japón y 136% en los Estados Unidos.
- Las reglas que se aplican a la información también diferencian a los Estados Unidos de Alemania y Japón. Un estudio de la Organización para Cooperación Económica y Desarrollo (OECD) indica que 2/3 de las empresas en Estados Unidos cumplen con los estándares de completa información; 1/3 de las empresas en Estados Unidos cumplen con estándares de información parcial; 1% de las empresas en Japón cumplen con estándares de información completa; y 0% de las empresas en Alemania cumple con dicho estándar.
- Los trabajadores de EE.UU. controlan un 8% del total de las acciones del país, comparado con 1% - 2% 10 años atrás. El crecimiento e impacto de la propiedad de acciones en manos de trabajadores se ilustra claramente con el caso de United Airlines en que los trabajadores adquirieron en julio de 1994 el 55% de la empresa a cambio de \$490 millones en salarios y otras concesiones. Cinco años después, la compañía está operando en forma exitosa y los sindicatos han realizado ganancias por varios millones de dólares.

(d) *¿Que sucede en otros países del mundo?*

(i) Alemania: el modelo neocorporatista o laboral

A pesar de que el modelo neocorporatista o laboral se extendió a muchos países de Europa al término de la Segunda Guerra Mundial, sus resultados son más conocidos en relación a Alemania donde bajo la legislación que se adoptó inicialmente para las industrias del carbón y el acero en 1951 y que luego fue extendida a otras áreas, los empleados tenían derecho a elegir a la mitad de los miembros del directorio superior de todas las grandes empresas nacionales. Este sistema de codeterminación llegó a su cúspide en los años setenta. La opinión creciente en estos momentos es que cualquier tipo de participación directa importante de los trabajadores en el gobierno de las empresas tiende a producir decisiones ineficientes, directorios débiles o paralizados y que estos costos posiblemente exceden los beneficios que potencialmente pudieran derivarse de la participación de los trabajadores. En adición, la fuerza actual de trabajo es demasiado heterogénea en sus intereses como para formar un cuerpo de gobierno realmente efectivo. Los problemas se multiplican extraordinariamente cuando los trabajadores comparten el gobierno con los inversionistas. En general, el sistema neoliberal, con todas sus debilidades, es superior al uso del voto directo de los trabajadores y a otros mecanismos colectivos en la resolución de conflictos de intereses entre los inversionistas y trabajadores de una empresa<sup>19</sup>.

(ii) Francia y Japón: el modelo estatal

Tanto antes como después de la Segunda Guerra Mundial había amplio apoyo a un sistema en que el gobierno jugaría un rol directo en los asuntos de las grandes empresas para proporcionar seguridad de que la empresa privada serviría el interés público. Este enfoque fue aplicado en forma más extensa en Francia y Japón. Este sistema incluye substancial discreción en manos de los burócratas del gobierno en cuanto a la distribución del crédito, moneda extranjera, licencias y exenciones a la aplicación de las reglas de antimonopolio.

<sup>19</sup> Henry Hansmann y Reinier Krakman, "The End of History for Corporate Law". The Georgetown Law Journal, Vol. 89:439-468, páginas 445-446.

Este sistema empezó a perder su atractivo con el surgimiento del *thatcherismo* en Inglaterra, el abandono por Mitterrand de la propiedad del estado en Francia en los años ochenta, la caída repentina del comunismo en los noventa y, más recientemente, los resultados desilusionantes de Japón a partir de 1989 y la caída de algunas economías asiáticas.

*(e) ¿Como se evalúan los cambios en gobierno corporativo?*

El estándar aplicado en estudios econométricos y financieros aceptados para evaluar los beneficios de los cambios en el gobierno corporativo de las empresas es si los cambios han producido un aumento en la riqueza económica de los accionistas. El test trata básicamente de establecer qué impacto han tenido los cambios en materia de gobierno corporativo en los resultados financieros de la empresa.

Los estudios normalmente caen dentro de tres categorías:

- (a) Los que consideran si la riqueza de los accionistas ha sido incrementada como resultado de un incremento en el número de directores independientes.
- (b) Los que consideran el impacto de los directores independientes en decisiones importantes específicas y
- (c) Los que consideran si la participación general de inversionistas institucionales en el gobierno corporativo aumenta la riqueza de los accionistas<sup>20</sup>.

No obstante los esfuerzos que han tenido lugar para llevar a cabo cambios en el manejo de las empresas, tales como los que se indicaron anteriormente, los estudios econométricos realizados parecen indicar que los beneficios son inciertos. Como indica el Profesor Hamilton, sin embargo, esos resultados un tanto sorprendentes no deben ser suficientes para destruir la creencia intuitiva de que los cambios que han ocurrido en los últimos cincuenta años tienen que haber sido en general bastante beneficiosos, a pesar de que no hay aumentos claramente detectables en la riqueza de los accionistas. Así, vale la pena tener presente que muchos de los cambios han tenido como resultado un aumento en la confianza de los inversionistas, particularmente los inversionistas institucionales, el gobierno y el público en general y eso en sí representa un beneficio<sup>21</sup>.

Un estudio muy diferente llevado a cabo por CalPERS<sup>22</sup> indica, sin embargo, que hay una correlación positiva entre los resultados financieros de ciertas empresas y sus respuestas a un cuestionario preparado por dicha institución. El estudio se basaba en las respuestas que las empresas daban luego de haber recibido una copia de las guías o reglamentos preparados por General Motors para asegurar que directorios independientes activamente manejarían la gerencia. Curiosamente, las notas no se basaban en los procedimientos de gobierno corporativo seguido por las empresas que recibieron el cuestionario, sino que en la reacción que las empresas tenían con respecto a la política de General Motors conforme se reflejaba en las repuestas mismas. El estudio de CalPERS indica que hay una correlación "substantial y estadísticamente importante" entre las empresas que expresaron mayor sensibilidad con respecto a la política de General Motors y los resultados financieros o económicos de dichas empresas<sup>23</sup>.

*(d) ¿Cual es el futuro del gobierno corporativo?*

La relajación explosiva de las barreras comerciales que dio paso a la competencia global también tuvo un impacto importante en la parte académica. Los estudiosos del derecho apren-

<sup>20</sup> Hamilton, página 367.

<sup>21</sup> Hamilton, página 371.

<sup>22</sup> Sistema de Retiro para Empleados Públicos de California.

<sup>23</sup> Hamilton, páginas 371-373.

dieron que las instituciones de los sistemas nacionales no solo eran producto de la eficiencia sino que de la historia y de la política de cada uno de los países. El rol limitado que en los Estados Unidos tienen las instituciones financieras no era solo el resultado de la economía, sino que de la política populista de la época del federalismo. Igualmente, el derecho al trabajo de por vida del Japón no reflejaba solo un esfuerzo para incentivar la inversión en capital humano de trabajo sino que surgió de un arreglo político, producto de la Segunda Guerra Mundial, para racionalizar los niveles de la fuerza de trabajo y poner nuevamente a la gerencia a cargo de la producción.

Una vez que se entendió que el tema era más complicado que lo que originalmente se pensaba, la literatura en esta área empezó a mirar las diferencias desde el punto de vista de sus consecuencias competitivas y el debate pasó a centrarse en argumentos sobre la relación entre instituciones específicas de gobierno corporativo y su efecto competitivo. La pregunta clave pasó a ser: ¿Es esta institución eficiente?

El paso siguiente llevó a los expertos en el área a enfocarse en el tema de la convergencia, vale decir, que la competencia necesariamente llevaría a los diferentes sistemas nacionales a adoptar una sola forma eficiente de gobierno corporativo. Considerando que los Estados Unidos parecieran representar el final del camino en la evolución del gobierno corporativo, que los otros sistemas o habían fracasado, como Japón, o no habían tenido los resultados esperados, cómo Alemania y Francia, muchos esperaban que los países necesariamente tendrían que seguir el modelo norteamericano. El debate actual, sin embargo, no es tan claro. A pesar de que la convergencia de los diferentes países hacia el sistema de los Estados Unidos pareciera hacer sentido, cómo lograr esa convergencia pareciera ser mucho más complicado de lo que algunos estudiosos del derecho tenían en mente. Dados los costos económicos y políticos envueltos en los cambios de las instituciones locales para lograr una convergencia formal, algunos países han elegido optar por (i) convergencia funcional o (ii) convergencia contractual<sup>24</sup>.

**(i) Convergencia funcional.** Como se verá a continuación, la convergencia funcional, pero no formal, logra los resultados esperados en algunos casos como es en relación al reemplazo de los altos ejecutivos de una empresa, pero no tiene resultados positivos en áreas tan importantes como son las del capital de riesgo y la estructura del mercado de capitales.

**(a) Reemplazo de Altos Ejecutivos.** A pesar de las diferencias notables entre los tres sistemas, no se observan las diferencias esperadas con respecto al monitoreo de la gerencia. En su lugar se observa una convergencia funcional ya que la tendencia en los tres sistemas es igualmente sensible con respecto a una posible actuación pobre de la gerencia, ya sea medida por los resultados de la bolsa de valores, como en los Estados Unidos, o por los resultados contables, como en Alemania, Japón y Francia. Lo anterior sugiere que la convergencia funcional es probablemente la primera respuesta a la presión de la competencia pues, como se indicó anteriormente, cambiar la forma de las instituciones existentes es muy cara. Nuevas instituciones requieren nuevas inversiones, y las instituciones existentes han desarrollado grupos de interés que hacen muy difícil cualquier acción política<sup>25</sup>.

**(b) Capital de Riesgo y Estructura de los Mercados de Capitales<sup>26</sup>.** Las comparaciones entre Estados Unidos y Europa se centran en los roles diferentes que juegan los bancos y los mercados accionarios. Estados Unidos tiene un número importante de bancos pequeños, en comparación con los bancos europeos, que desde un punto de vista práctico no participan en el sistema de gobierno corporativo y un mercado accionario muy avanzado

<sup>24</sup> Gilson, páginas 330-332.

<sup>25</sup> Gilson, páginas 337-340.

<sup>26</sup> Gilson, páginas 342-345.

que juega un rol clave en el área de control societario. En comparación, los bancos japoneses y alemanes son menores en número, pero más grandes en tamaño en relación a las industrias de dichos países y juegan un importante papel en el gobierno corporativo monitoreando el manejo de las empresas. Ninguno de dichos países tiene un activo mercado accionario para control societario.

Menos atención se le ha dado a una diferencia sistemática entre los mercados de capitales centrados en torno a los bancos y aquellos centrados en torno a los mercados accionarios: la existencia de una industria de capital de riesgo mucho más fuerte en los sistemas centrados en los mercados de valores. Dado que el sistema de capital de riesgo es clave para fomentar la creatividad empresarial, muchos países han tratado de copiar el éxito de los Estados Unidos en esa área. Sin embargo, el fracaso de estos esfuerzos demuestra que la convergencia funcional no siempre resulta y trae a luz la dificultad de implementar los cambios formales necesarios para adecuar otros sistemas complementarios.

La posibilidad de vender la inversión, vale decir las acciones, en una compañía de riesgo es crucial para muchos de los inversionistas. Estos inversionistas hacen dos tipos de inversiones: en dinero y en especie (servicios de administración, monitoreo, reputación, etc.). Una vez que la inversión en especie no es necesaria, el inversionista puede usar ese tipo de inversión en otra empresa que los necesite.

Desde el punto de vista del originador de la idea inicial o dueño del negocio, cuando el inversionista de capital de riesgo se retira a través de una oferta pública inicial de acciones, el originador o dueño recupera gran parte del control que había pasado al inversionista de capital de riesgo como resultado de su inversión. Sin embargo, cuando la venta ocurre no en un mercado accionario y no como resultado de la venta a un tercero –vía disponible en los sistemas europeos– el originador pierde el control que pasa al tercero. Retención de control es clave para el originador y, por lo tanto, de ahí el hecho de que no haya mercados de capital de riesgo de importancia en los mercados centrados en el sistema bancario.

Como resultado de lo anterior, Estados Unidos ha pasado a ser líder en el área de biotecnología y computación en las cuales los mercados de capitales juegan un rol de importancia.

Francia y Alemania han tratado de copiar estos mercados de capitales para pequeñas empresas sin gran éxito. En adición a los mercados de capitales, hay otras instituciones complementarias como organizaciones de capital de riesgo, banqueros inversionistas especializados en el área y un número importante de empresarios que se dediquen a ese rubro que son necesarias para promover capital de riesgo. No obstante lo anterior, la globalización, sin embargo, ha hecho posible que tanto los sistemas europeos como el sistema japonés puedan contratar para estos efectos a algunas de las instituciones creadas por los Estados Unidos y que no son duplicables a través de una convergencia funcional y no formal.

**(ii) Convergencia Contractual**<sup>27</sup>. Aquí el Profesor Gilson se refiere a situaciones en que las instituciones carecen de la flexibilidad necesaria para lograr una convergencia funcional y donde los costos, en particular los costos políticos, relacionados con el cambio de las instituciones existentes hace la convergencia formal muy difícil. El Profesor Gilson analiza una posible convergencia (a) a través del diseño del valor y (b) a través de su registro en una bolsa de valores.

**(a) Convergencia a través del Diseño del Valor.** Los inversionistas norteamericanos, particularmente grandes fondos de pensión y otros inversionistas institucionales, son dueños de importantes intereses en empresas públicas europeas. Por ejemplo, CalPERS tiene cerca de \$20 mil millones en acciones extranjeras que representa casi 20% del total de sus inversiones en acciones. Inversiones por inversionistas institucionales anglosajones como

<sup>27</sup> Gilson, páginas 346-350.

CalPERS representan una proporción significativa de las acciones emitidas en ciertos países. Como promedio, 35 % de las acciones emitidas de las 40 empresas más grandes cotizadas en la Bolsa de Valores de París están en manos de inversionistas institucionales y fondos de pensiones de los Estados Unidos y Gran Bretaña. Esto ha traído consigo demanda de cambios en los sistemas europeos de gobierno corporativo. Enfrentados con sistemas de gobierno corporativo que parecieran no tener los mecanismos necesarios para monitoreo externo, los inversionistas institucionales de los Estados Unidos han empezado a requerir cambios significativos en las instituciones europeas de gobierno corporativo de tal manera que se asemejen al estilo imperante en los Estados Unidos.

**(b) Convergencia a través del Registro de Acciones en una Bolsa de Valores.** Las empresas extranjeras que desean registrar sus acciones en una bolsa de valores de los Estados Unidos deben firmar un contrato el cual impone una serie de obligaciones en relación al gobierno corporativo de la empresa entre las que se incluyen un número mínimo de directores externos y un comité de auditoría. En adición, por el hecho de registrar sus acciones en una bolsa de valores de los Estados Unidos, el emisor extranjero queda sujeto a una serie de regulaciones que tienen efectos con respecto su gobierno corporativo.

#### CONCLUSIÓN

No obstante la importancia y popularidad que el tema del gobierno corporativo pareciera haber adquirido durante los últimos años del siglo XX, el tema está lejos de ser una novedad. El tema de la administración de las empresas, con particular énfasis en las obligaciones de cuidado y de lealtad de los directores, ha estado presente desde la creación de la figura jurídica de la sociedad, en especial las sociedades con fines de lucro. Los cambios en la propiedad de las empresas de un dueño o pequeño grupo de dueños a un sinnúmero de accionistas anónimos, junto a los efectos de la globalización que han permitido a las empresas y a los inversionistas trascender las barreras limítrofes nacionales han hecho que el tema de la administración de las empresas y su transparencia adquiriera una importancia especial. A pesar de que el tema continuará siendo activamente debatido durante el siglo XXI, el año 2001 pareciera haber traído un cambio en cuanto a la percepción de la importancia de los gobiernos nacionales frente a las grandes empresas transnacionales. Para muchos, el rol del Estado había comenzado a perder su importancia tradicional frente al rol de las empresas transnacionales. El ataque terrorista contra el World Trade Center el 11 de septiembre de 2001, pareciera estar dando al Estado el rol tradicional que estaba siendo usurpado en parte por la importancia adquirida por las empresas. Es posible esperar, por lo tanto, que este “resurgimiento” se refleje en la literatura legal futura.