

LOS ORÍGENES DEL MOVIMIENTO POR EL “BUEN GOBIERNO CORPORATIVO”

Juan José Martínez Ortiz

SUMARIO

- I. *Introducción.*
- II. *Las sociedades empresariales en USA.*
- III. *Los “Corporate Laws” Norteamericanos.*
- IV. *La configuración del modelo vertical de gobierno corporativo.*

I. INTRODUCCIÓN.

Como hemos señalado en un artículo anterior, existe un movimiento a favor del “Buen Gobierno Corporativo” que se ha difundido a nivel global¹, sobre todo, luego de los escándalos corporativos de Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Global Crossing y Parmalat.

¹ MARTINEZ, Juan José. El Gobierno Corporativo en el Perú: Contribución para enfocar el concepto. En: Revista de Economía y Derecho. UPC, Volumen 4 N° 14 (Otoño 2007).

En ese contexto, las definiciones más extendidas sobre el "Gobierno Corporativo" señalan que éste constituye un sistema dentro de la sociedad empresarial, que incluye procedimientos, actividades (prácticas) e instituciones (normas)². Como hemos indicado, dicho sistema está referido primordialmente, a la relación entre accionistas de la sociedad (titulares) y su administración (Directorio y Gerencia). Esta relación está definida en términos de derechos, potestades y responsabilidades de cada grupo. Esto es, tiene que ver con la estructura de las sociedades empresariales y las vinculaciones entre sus elementos. Todo ello afecta la forma en que las sociedades son conducidas, dirigidas, administradas y controladas. Esto es, con las decisiones que se toman a su interior.

El Gobierno Corporativo constituye un sistema que responde al Problema de Agencia –en sus diversas modalidades– que se produce en las sociedades empresariales. Desde esta perspectiva, un sistema de "Buen Gobierno Corporativo" debe estar orientado a reducir o minimizar los costos que involucra el Problema de Agencia, pero manteniendo la naturaleza de la Relación de Agencia, como una relación incompleta, derivada de la existencia de costos de transacción³.

Un aspecto importante de reseñar es que el Gobierno Corporativo tiene dos manifestaciones, denominadas "dimensión horizontal" y "dimensión vertical". La dimensión horizontal del problema del Gobierno Corporativo se refiere al caso de sociedades empresariales en donde el control y administración de ellas son asumidos por alguno(s) de los socios o accionistas, en función de las participaciones o acciones con las que cuenta y que le permite

²"OECD Principles of Corporate Governance". OECD 2004. En: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

"Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance" (Conocido como el "Reporte Cadbury"). En: <http://www.odce.ie/fileupload/services/Cadbury.pdf>

ROE, Mark. The Institutions of Corporate Governance. Harvard Law & Economics Discussion Paper N° 488. HLS. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612362.

The Encyclopedia about Corporate Governance. En: <http://www.encycogov.com/WhatsGorpGov.asp>

³ MARTINEZ, op. cit. Pags. 42 - 43

ejercer dicho control. Esa situación es la que tradicionalmente se produce en Europa y Latinoamérica.

Como hemos dicho, una cosa es el "Gobierno Corporativo" y otra el "Buen Gobierno". El movimiento por el "Buen Gobierno Corporativo" –en su versión más común y extendida– enfoca el problema del Gobierno Corporativo solamente desde su "dimensión vertical"⁴.

Esta se refiere a la relación existente entre los socios o accionistas de la sociedad empresarial (titulares de la misma) y su administración (directorío y gerencia). En este caso, los socios o accionistas constituyen los Principales (una pluralidad de sujetos) titulares de la entidad (la sociedad empresarial), a través de la cual persiguen un beneficio (utilidad, dividendos, valor de las participaciones o acciones). Los Agentes son los administradores (directores y gerentes), quienes tienen a su cargo la administración y gestión directa de la sociedad, debiendo ser su misión principal aumentar su valor. En este caso se pone énfasis en la relación existente entre accionistas, Directorío y Gerencia, se reconoce la titularidad de los accionistas sobre la organización empresarial y la supremacía de sus intereses dentro de la organización. También se establece la necesidad de contar con accionistas más activos, que ejerzan efectivamente sus derechos.

Consideramos que para tener una cabal comprensión de los alcances del movimiento por el "Buen Gobierno Corporativo", es necesario comprender los alcances del "Gobierno Corporativo" en su "dimensión vertical". Para esto último es necesario referirnos a los países donde dicho modelo está caracterizado y a su regulación legal. En ese contexto, el objeto del presente artículo es explicar los orígenes y fundamentos del movimiento por el Buen Gobierno Corporativo; partiendo del caso de las sociedades empresariales norteamericanas y el derecho que las regula ("Corporate Law").

⁴ Para tal efecto ver: ROE, Mark. Op.cit página 2.

II. LAS SOCIEDADES EMPRESARIALES EN USA.

La "dimensión vertical" del Gobierno Corporativo es la situación que típicamente predomina en Estados Unidos y Gran Bretaña. En estos países existe una "separación entre la *propiedad* y el *control* de las sociedades empresariales"⁵ ⁶.

Para el caso de Estados Unidos, esta situación fue descrita por Adolf Berle y Gardiner Means⁷, en los años 1930, quienes remarcaron que la propiedad de las sociedades empresariales norteamericanas estaba diseminada entre muchos socios o accionistas (*shareholders*) y la administración en manos de un grupo de ejecutivos profesionales (los *managers* o *executives*). Congruente con esta evolución organizativa de las empresas, en Estados Unidos se desarrolló un tipo de instrumento jurídico denominado *Corporation* (que sería algo similar a nuestra Sociedad Anónima Abierta)⁸, que analizaremos más adelante.

⁵ En este artículo solamente describiremos la situación de las sociedades empresariales de Estados Unidos. Omitimos el caso de Gran Bretaña, dado que la evolución histórica parece ser más tortuosa. Para tal efecto ver: CHEFFINS, Brian R. "History and the Global Corporate Governance" Revolution: The UK Perspective. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262805.

⁶ Sin embargo, existen excepciones como New York Times, Wall Street Journal, Microsoft o Google. Así lo señala PINTO, Arthur. Globalization and the Study of Comparative Corporate Governance. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=764844.

⁷ Dicha afirmación proviene de su libro "La Corporación Moderna y la Propiedad Privada", publicado en New York, 1932.

⁸ BLAIR, Margaret. Why Markets Chose the Corporate Form: Entity Status and the Separation of Asset Ownership from Control. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429300. En este artículo, Blair sostiene que las *Corporations*, como modelo legal que adoptaron las organizaciones empresariales no fue automático; sino que respondió a la evolución económica que se estaba llevando a cabo en los Estados Unidos. Según ella, esta forma legal fue una innovación organizativa planteada por los empresarios y adoptada por el Sistema Jurídico.

La evolución histórica de la estructura de propiedad de las sociedades empresariales.

Ahora bien, no siempre existieron las *Corporations* ni la separación entre propiedad y control en las sociedades empresariales. Margaret Blair señala que en el año 1800 casi no se utilizaban las *Corporations* y que la mayoría de las actividades comerciales eran pequeñas transacciones realizadas entre individuos que producían artesanalmente para vender a consumidores finales o; entre comerciantes que habían comprado productos de muchos pequeños productores y revendían tales productos en otros mercados. En dicha época existían muy pocas actividades que requiriesen grandes capitales (como industria o banca)⁹. Estamos hablando de negocios o actividades comerciales, que se realizaban de manera individual (*proprietorship*) o como sociedades (*partnership*).

Por su parte, Means señala que en el siglo XIX, muy pocas sociedades empresariales tenían accionariado difundido. Por el contrario, la mayoría pertenecían y eran controladas, por grupos empresariales familiares. En ese contexto, la gran "revolución corporativa" tuvo lugar entre 1880 y 1930¹⁰.

Blair (citando a Ratner, Soltow y Sylla) señala que de 1800 a 1860, en Estados Unidos se produjo una gran revolución tecnológica y de transporte que –por un lado– incrementó el potencial productivo en los sectores de agricultura, minería y manufactura y, –por otro– abrió y expandió mercados en todo el país¹¹. Lo característico en este país, fue que la mayoría de las transformaciones fueron llevadas a cabo por empresarios privados. Es en esta época y en los años subsiguientes, donde aparecen empresarios como John Rockefeller, Andrew Carnegie y Henry Ford.

En la misma línea de lo señalado por Blair, Coffee precisa que la apertura masiva del accionariado (al público), comienza a finales del

⁹ BLAIR, op. cit. pag. 5.

¹⁰ Gardiner MEANS. "The Corporate Revolution: Economic Reality vs. Economic Theory. New York, 1962, pp. 15-17. Citado por: CHEFFINS, Brian, op. cit. pag. 4 - 5

¹¹ BLAIR, op. Cit. Pag. 7.

siglo XIX, empujado por las inmensas necesidades de financiamiento que involucraba la construcción de los ferrocarriles. Esto, porque la emisión de acciones es una de las formas que tienen las sociedades empresariales, para obtener recursos y utilizarlos en sus actividades. Si bien los ferrocarriles teóricamente pudieron haber sido financiados con endeudamiento (bonos, por ejemplo), parece ser que los niveles de deuda que ya tenían, impidió dicha alternativa y abrió la otra, es decir, el financiamiento mediante la emisión de acciones al público. Posteriormente, a comienzos del siglo XX, la tendencia siguió; dadas las necesidades de financiamiento de las nacientes industrias del acero, del automóvil y del teléfono.

Según explica Coffee, el “*Corporate Law*” norteamericano que recién estaba en construcción, originalmente brindaba un nivel medianamente aceptable de garantías o mecanismos de protección a favor de los accionistas minoritarios. Sin embargo, dado que el *Corporate Law* es fundamentalmente estatal (como veremos más adelante), existieron muchas prácticas de manipulación, donde las sociedades empresariales cambiaban de lugar de constitución (“incorporation”) o de domicilio, para que se les aplique legislación o jurisprudencia menos protectora a los intereses de los accionistas minoritarios (esto es, al público que había adquirido las acciones emitidas). Dado que la necesidad de financiamiento seguía existiendo, aparecen en este contexto los banqueros de inversión (como el famoso J.P. Morgan), quienes intermediaban entre las sociedades empresariales y los inversionistas¹² (que al adquirir las acciones se convertirán en accionistas minoritarios).

De esta forma, los banqueros de inversión se convierten en una especie de defensores de los accionistas minoritarios y salvaron el sistema, permitiendo que las sociedades empresariales obtengan financiamiento, a través de la emisión masiva de acciones a favor del público. Lo mismo parece haber sucedido con los agentes de bolsa, que igualmente intermediaban con las acciones emitidas al mercado (y las revendían luego, a sus clientes).

¹² Los bancos de inversión actuaban como “underwriters”. En muchos casos asumían el riesgo de la emisión de acciones, pues la adquirían, para luego revenderla al público.

Complementariamente, el crecimiento económico, la creación de nuevos negocios y grandes empresas, generó el aumento del empleo, de ingresos y el desarrollo de un grupo social extenso (la clase media), con capacidad de ahorro. Es este ahorro el que luego se convierte en inversión, a través de la compra de acciones.

Otro factor que según Cheffins contribuyó al proceso de diferenciación entre la propiedad y el control, habría sido la ola de fusiones y adquisiciones que se dió en Estados Unidos; a partir de la última década del Siglo XIX¹³. Con ello habría continuado la apertura masiva del accionariado y la contratación de ejecutivos profesionales¹⁴. Esto último parece lógico, dado el tamaño de las empresas que se habían gestado durante todo este período. La gran empresa requería de un gran número de personal, especialistas en gestión y producción.

Un aspecto final mencionado por Coffee –que habría contribuido en la definición de este modelo– es el desarrollo de la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE). Esta entidad, debido a los requisitos que establecía para el listado de acciones (valores), se convirtió en cierto modo, en una certificadora de calidad de los títulos emitidos, lo cual habría terminado beneficiando a los inversores (pequeños accionistas)¹⁵.

Finalmente, como una fuerza en ese mismo sentido, habría que mencionar la legislación sobre el Mercado de Valores emitida en Estados Unidos, en la década de 1930. Además de ello, otra función importante que se habría desarrollado a partir de la existencia de las bolsas de valores, son los mercados de reventas de acciones (mercado secundario), con lo cual se otorgó al inversionista – accionista, la posibilidad de obtener liquidez.

¹³ Coffee señala que la legislación antimonopolio aprobada en 1890 (Shearman Act) habría promovido el proceso de fusiones. Esto, porque si bien la fijación de precios y la cartelización estaba prohibida entre empresas; no existía prohibición a las fusiones y adquisiciones (mecanismos con los cuales se obtenían los mismos objetivos).

¹⁴ Basándose en estudios de otros autores, Cheffins describe la evolución del caso norteamericano. Para tal efecto ver: CHEFFINS, Brian, op.cit., pag 5-6

¹⁵ Coffe señala que la conducta de la NYSE se debió a la autorregulación que desarrolló, así como a la competencia que debió enfrentar de parte de otras bolsas de valores existentes en Estados Unidos, en aquel tiempo.

Las características de las sociedades empresariales definidas por el devenir histórico.

Los eventos descritos, a pesar de haberse desarrollado durante el siglo XIX, parecen haber marcado en el largo plazo, la forma en que las sociedades empresariales en Estados Unidos se organizan (un patrón de dependencia)¹⁶. Es por ello que en dicho país, las sociedades empresariales organizadas bajo la forma de *Corporations*, finalmente presentan las siguientes características:

- a) El dominio o control, por parte de los ejecutivos profesionales.
- b) La difusión del accionariado entre muchos pequeños inversionistas, quienes poseen acciones directamente. En la actualidad, aproximadamente el 50% de acciones son poseídas bajo esta modalidad¹⁷.
- c) La existencia de un mercado dinámico, tanto para la compra de nuevas acciones (emisiones), como para la reventa de las que se encuentran en circulación.
- d) El desarrollo de mecanismos institucionalizados de comercialización de acciones (y otros títulos), como la Bolsa de Valores.
- e) El desarrollo de profesionales vinculados a la comercialización e intermediación de acciones (por ejemplo, los bancos de inversión y agentes de bolsa).

¹⁶ A este fenómeno se le ha denominado "*Path Dependence*" en la propiedad de las empresas. La definición de estos conceptos se puede encontrar en: BEBCHUCHK, Lucian & Mark ROE. A theory of Path Dependencia in Corporate Ownership and Governance. Stanford Law Review, Volumen 52, Año 1999.

¹⁷ E-journal USA. En: <http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijes/monks.htm>

III. LOS "CORPORATE LAWS" NORTEAMERICANOS.

Hasta el momento hemos hecho un breve recorrido de la historia económica de los Estados Unidos. Sin embargo, el cuadro no está completo, porque nos falta analizar la parte jurídica, específicamente, la referida al desarrollo de la *Corporation* y del *Corporate Law*.

En opinión de diversos autores, la *Corporation* se desarrolló y logró imponerse en el nuevo contexto económico de Estados Unidos, debido a las características jurídicas con las que contaba y que engarzaban con las nuevas necesidades empresariales, de organización y de inversión¹⁸. Las características de toda *Corporation* son las siguientes:

- a) Personalidad jurídica propia y distinta.
- b) Capacidad jurídica suficiente.
- c) Autonomía patrimonial.
- d) Responsabilidad propia y diferenciada de sus órganos y de sus titulares (accionistas).
- e) Titularidad correspondiente a los aportantes del capital (accionistas).
- f) Carácter libremente negociable de las acciones representativas del capital.

Sin embargo, la *Corporation*, como forma jurídica, no siempre existió y pasó por un largo proceso de evolución, para llegar a adquirir sus características actuales. La *Corporation* representa un caso de "selección de especies", porque fue la forma jurídica que logró imponerse para el caso de sociedades empresariales¹⁹. La creación de *Corporations* originalmente estuvo restringida a casos particulares, autorizados expresamente por la legislación (como un beneficio particular otorgado por algún Estado). Sin embargo, a partir de mediados del siglo XIX comenzó a aparecer legislación general, que

¹⁸ Esta es la posición de Hansmann y Kraakman por un lado, y Blair, por otro.

¹⁹ BLAIR señala que a finales del siglo XVIII y comienzos del XIX, las personas que querían unir recursos y capacidades para desarrollar alguna actividad económica, podían crear cualquiera de las siguientes tres opciones: i) una *general partnership*, ii) una *joint stock company* o, iii) una *chartered corporation*. PP. 7-8

permitía a los ciudadanos utilizar –de manera general– este tipo de forma legal²⁰.

Si bien estamos hablando de las características comunes de las *Corporations*, que la doctrina estadounidense ha logrado identificar, no resulta exacto decir que en Estados Unidos existe un único *Corporate Law*. Esto, porque históricamente las *Corporations* han sido la creación de cada uno de los Estados de la Unión Americana (es decir, de Estados Unidos)²¹.

Sobre las características del Sistema Jurídico Estadounidense.

Para entender cabalmente esta situación, recordemos que Estados Unidos es un Estado Federal. Esto significa que su sistema jurídico funciona a dos niveles, uno proviene del ámbito estatal y otro del ámbito federal. Según SAGER, las bases fundamentales del Sistema Jurídico Estadounidense se encuentran en cada Estado, ya que cada uno de ellos constituye un ordenamiento, con su propia Constitución, leyes y fuentes jurídicas²². En teoría, la autoridad federal sólo puede intervenir en una lista taxativa de materias. Sin embargo, en la práctica esta estructura de “poderes limitados” del Gobierno Federal ha sido extendida, gracias a la aplicación de dos principios contenidos en la Constitución de Estados Unidos (las denominadas “cláusula de comercio” y “preeminencia” federal) y, a la interpretación que de ellos ha realizado la Corte Suprema (federal) de dicho país.

Como consecuencia de lo dicho, por un lado tenemos un conjunto de normas y un aparato judicial que opera a nivel federal y por otro,

²⁰ ALLEN, William & Reinier KRAAKMAN. *Corporate Law*. Texto de estudio para el curso de *Corporate Law*. New York University School of Law. Agosto 1999. Pags. V, 2-4.

²¹ Siegel hace una clara referencia a este aspecto, cuando señala que el *Corporate Law* es en realidad el Derecho de 50 Estados (y el Distrito de Columbia), así como Derecho Federal. Por ello, cualquier intento de generalizar y definir un único *Corporate Law* es virtualmente imposible, porque siempre se podrá encontrar alguna excepción o contradicción en las normas de algunas de las fuentes citadas. SIEGEL, Stanley. *Corporations and Other Business Organizations*. En: *Fundamentals of American Law*. Oxford University Press. New York 1998.

²² SAGER, Lawrence. *The Sources and Limits of Legal Authority*. En: *Fundamentals of American Law*. Oxford University Press. New York 1998.

múltiples conjuntos normativos y aparatos judiciales que provienen de cada Estado. Si bien tales elementos se encuentran integrados y conforman un sistema, dicha integración se da a través de una compleja serie de principios, reglas y decisiones de la Corte Suprema (federal).

Decimos que el tema es complejo, porque la división entre lo federal y lo estatal no responde necesariamente a una división explícita de materias o competencias. Por ello no es fácil determinar "campos de actuación" exclusivos o propios del nivel federal (o del nivel estatal). Por el contrario, pueden darse casos donde la legislación estatal sea desplazada al ponerse en vigencia una legislación federal o, que una misma situación sea regulada –de manera simultánea– a nivel federal y a nivel estatal (total o parcialmente).

A pesar de ello, tradicionalmente se ha entendido que existen una serie de temas que son objeto de la regulación estatal, como por ejemplo los contratos, la responsabilidad civil, el comercio y, las *Corporations* y otras organizaciones empresariales. Esto significa que en Estados Unidos, cada uno de los Estados que lo conforman puede regular (y de hecho lo hace) cada una de las materias indicadas (y otras más). Esto impone una serie de problemas jurídicos de aplicación de normas, principalmente por dos razones: i) se trata de un único país, en donde la interacción entre las personas puede exceder fácilmente el ámbito territorial de un Estado (y más que eso, dado que la actividad de una *Corporation* podría alcanzar o afectar a todos los Estados) y ii) la regulación que los Estados realizan de cada una de las materias señaladas no es igual, similar ni uniforme; pudiendo llegar a ser contradictoria²³.

La determinación de la legislación aplicable a las Corporations.

Conforme a lo dicho, cada Estado tiene la potestad de desarrollar sus propias normas reguladoras del régimen de las *Corporations* y éstas, no necesariamente han sido uniformes. Esto significa que cada Estado tiene la posibilidad de establecer en su legislación, el estatus y

²³ SAGER, Lawrence. *The Sources and Limits of Legal Authority*. En: *Fundamentals of American Law*. Oxford University Press. New York 1998.

alcance de la autonomía de las *Corporations*, capacidad jurídica, tipos de socios, derechos, relaciones entre socios (accionistas), estructura de la organización, rol de sus órganos, atribuciones y obligaciones de sus administradores, carácter de la regulación (imperativa o dispositiva); entre otros aspectos.

Si llevamos la situación descrita líneas arriba (referida a la interacción con varios Estados), al nivel de la *Corporation*, terminamos con un problema de determinación de la norma aplicable (elección de la normativa de un Estado). Sin embargo, esta situación es resuelta por la aplicación de un principio constitucional y de reglas de *Conflict of laws*²⁴.

Uno de los criterios utilizados para resolver dicho problema es la cláusula constitucional de "full faith and credit" (reconocimiento y crédito total), según la cual, cada Estado debe reconocer los actos legislativos y decisiones judiciales de los otros Estados de la Unión Americana (Estados Unidos). En el caso de las *Corporations*, ello significa que cuando una de ellas ha sido constituida en un Estado (*incorporation*) y realiza actividades en otro, este último Estado tiene la obligación de reconocer la legislación del primer Estado (el del lugar de constitución) y todos aquellos derechos que le hubieran sido a la *Corporation*.

Complementariamente, las reglas del *Conflict of Laws* (específicamente de *Choice of Law*) establecen que la legislación del Estado donde se produjo la constitución es la que regula los asuntos internos ("*internal affairs*") de la *Corporation*²⁵. El contenido

²⁴ "*Conflict of Laws*" en USA es una disciplina jurídica que sería equivalente a nuestro Derecho Internacional Privado. Dicha disciplina establece los principios y métodos de determinación de jurisdicción competente y legislación aplicable, cuando existe un caso de múltiples contactos entre Estados. "*Choice of Law*" sería el equivalente a nuestro concepto de "ley aplicable".

²⁵ SOLOMON, Lewis, Donald SCHWARTZ, Jeffrey BAUMAN & Elliot Weiss. *Corporations Law & Policy, Materials & Problems*. Cuarta Edición. American Casebook Series. West Group. St. Paul, Minn. 1998. Pag. 173.

generalmente aceptado del concepto "internal affairs" es el que hemos señalado dos párrafos más arriba²⁶.

La solución planteada ha generado –en la práctica– la posibilidad de que los particulares escojan el Estado en donde se realice la constitución ("incorporation") de la Corporation²⁷. Esto ha generado la competencia entre los Estados por regular menos a las Corporations (denominado "race for the bottom").

La competencia entre Estados por regular menos a las Corporations.

La competencia entre Estados se habría dado por la posibilidad de aplicar regímenes legales de *Corporate Law* de manera extra-territorial (dados los principios del *Choice of Law*) y el interés de cada uno de ellos de contar con la mayor cantidad de *Corporations* constituidas en su territorio. Esto último era importante para los Estados, porque el lugar de constitución les aseguraba ingresos tributarios provenientes de tales organizaciones.

Dicha competencia habría llevado a los Estados a modificar su legislación y con ello, a degradar los niveles de protección a los socios (accionistas) en beneficio de los administradores ("race for the bottom"). Esta competencia se habría dado, porque en un esquema de separación de propiedad y control, los administradores son quienes crean las organizaciones y definen el Estado de constitución de la Corporation. Sabiendo que esto ocurría, los Estados se habrían embarcado en una competencia para ofrecer y mantener una

²⁶ "Internal affairs" es un concepto que normalmente incluye el estatus y alcance de la autonomía de las Corporations, capacidad jurídica, tipos de socios, derechos, relaciones entre socios (accionistas), estructura de la organización, rol de sus órganos, atribuciones y obligaciones de sus administradores, carácter de la regulación (imperativa o dispositiva); etc. Si bien la regla parece clara, existen muchas excepciones, porque finalmente la aplicación de las reglas de *Choice of Laws* y la determinación de la regla correspondiente, también depende de cada Estado. Para tal efecto ver SOLOMON et al, ob. cit, pag.

²⁷ Esta elección será hecha en función de las "bondades" que los usuarios encuentren en la legislación estatal. Si tienen varias opciones. Es lógico prever que escogerán la que mejor se adapte a sus requerimientos.

legislación más favorable para los administradores (en atribuciones, potestades y protección)²⁸.

Históricamente se puede apreciar este proceso. En 1888 el Estado de Nueva Jersey tomó la iniciativa y fue el primero en cambiar su legislación; apartándose de las limitaciones que tradicionalmente se habían impuesto a las *Corporations*. Así, Nueva Jersey emitió normas reguladoras de las *Corporations* que tenían carácter dispositivo. Ello le permitió tomar el liderazgo como el Estado en donde se realizaba la mayor cantidad de constituciones de sociedades. Sin embargo, otros Estados entraron en la competencia y elaboraron nueva legislación societaria, buscando atraer también, la constitución de *Corporations*.

Los comentaristas señalan que a comienzos de 1900 el Estado de Nueva Jersey cometió un error estratégico. Buscando evitar abusos cometidos en las corporaciones, se modificó la normatividad, estableciendo normas más restrictivas, con carácter imperativo. Como resultado, la mayoría de *Corporations* migraron hacia otras jurisdicciones "más amigables"²⁹. En este contexto aparece el Estado de Delaware, que en 1899 había tomado gran parte de la legislación del Estado de Nueva Jersey. En esta situación se encuentra el origen de Delaware como el Estado donde se realiza el mayor número de constituciones de *Corporations* hoy en día.

IV. LA CONFIGURACION DEL MODELO VERTICAL DE GOBIERNO CORPORATIVO.

Recapitulando, veremos que la expansión de la economía genera la necesidad de crecimiento de las sociedades empresariales o la creación de otras nuevas. Esta situación en la economía conllevó las siguientes consecuencias:

²⁸ Esta resulta ser la tesis de William Cary en su artículo *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware* publicado en el N° 83 de *Yale Law Journal* (citado por SOLOMON et al, op. cit. pag. 180).

²⁹ PALMITER, Alan. *The US Corporate Elephant*. Research Paper N° 05-05. Wake Forest University Legal Studies Research Paper Series. February 2005. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=658522>

- a. La generación de grandes demandas de financiamiento. Estos requerimientos financieros fueron atendidos mediante la emisión masiva de acciones (al público en general), las cuales fueron adquiridas por una clase media que crecía y se desarrollaba (como consecuencia de esa misma expansión económica). Dado que estamos hablando de sociedades empresariales donde existe accionariado difundido, tenemos el caso de individuos o familias que se encuentran sujetas al problema de acción colectiva y –en consecuencia– se ven impedidas de involucrarse activamente en las decisiones de la sociedad³⁰.
- b. Como la administración de las sociedades empresariales ha adquirido una nueva escala, surge un grupo profesional especializado en su administración (*executives*).

Complementariamente, los administradores emergen con un poder reforzado que les otorga un alto margen de discrecionalidad y la posibilidad de comportarse oportunamente. Esto, porque el mismo sistema jurídico lo permite, a través de la elección del Estado de constitución de la *Corporation*. De acuerdo a esto, los administradores (que realizaban la constitución de la organización), elegían el Estado, con el sistema jurídico más compatible con sus intereses. Ahora bien, la legislación favorable a los administradores o desfavorable a los socios (accionistas) de una *Corporation* no tenía que ser necesariamente expresa. El equilibrio a favor de uno u otro grupo podía definirse, simplemente, estableciendo la naturaleza imperativa o dispositiva de la legislación.

Así por ejemplo, podía darse el caso que dos Estados tuvieran legislaciones societarias idénticas en cuanto a contenido y que regularan de manera favorable al socio (accionista), aspectos como el estatus y alcance de la autonomía de las *Corporations*, capacidad jurídica, tipos de socios, derechos, relaciones entre socios

³⁰ Este tema ha sido tratado ampliamente en otros artículos. Para tal efecto ver documentos de las notas 1 y 2 del presente artículo. También ver: MARTINEZ, Juan José. Apuntes sobre el rol del Derecho frente al Problema de Agencia en las Organizaciones. En: Themis Revista de Derecho N° 46. Segunda Época 2003.

(accionistas), estructura de la organización, rol de sus órganos, atribuciones y obligaciones de sus administradores.

Si un Estado definía que su legislación era imperativa, resultaba imposible para los accionistas, los administradores o cualquier grupo interesado en el desempeño de la *Corporation*; la alteración del contenido de la legislación. En cambio, con una legislación idéntica, otro Estado podía definir que dicha legislación tenía naturaleza dispositiva (“*enabling*”). Ello significaba que lo establecido en las normas, podía ser válidamente alterado para una *Corporation* específica, mediante el acto de constitución (“*charter*”) o los estatutos (“*bylaws*”); documentos elaborados por los fundadores y/o futuros administradores de dicha organización. Este es por ejemplo, el caso de la legislación del Estado de Delaware, lugar donde –como es sabido –se constituyen la mayoría de *Corporations* de accionariado difundido en Estados Unidos.

El modelo vertical de Gobierno Corporativo

Si unimos la evolución histórico-económica de las sociedades empresariales en Estados Unidos y la competencia legislativa por regular menos a las *Corporations*, contaremos con los ingredientes que permitieron definir el modelo vertical de Gobierno Corporativo. Esto es, *Corporations* donde existe accionariado difundido con poco poder y protección para los accionistas y, control y poder para los administradores (tutelado jurídicamente). En este contexto, se permitía un mayor campo de libertad a los administradores de las sociedades y grandes posibilidades para el comportamiento oportunista³¹.

El surgimiento de la legislación federal en materia societaria

Si bien los juristas norteamericanos no reconocen explícitamente la existencia de un *Corporate Law* de nivel federal, vía la regulación del mercado de valores se han dado normas que tienen que ver con la provisión de derechos de información a los accionistas y obligaciones de informar de parte de los administradores.

³¹ MARTINEZ, op. cit. Pags 42-43.

Así por ejemplo, existen normas que: i) obligan a las *Corporations* a brindar –regularmente– información al mercado sobre su situación económica–financiera, ii) establecen los derechos de los accionistas y el procedimiento de solicitud de autorización para votar ("proxy") y iii) regulan las transacciones (de acciones) que involucran el cambio en el control en la *Corporation*, velando por los intereses de los accionistas. Las normas federales se aplican a los casos de organizaciones empresariales que ofrezcan valores al público (los cuales incluyen acciones) y que utilicen para tal efecto los mecanismos de difusión afecten varios Estados. A diferencia de la legislación estatal, esta legislación federal es obligatoria y no caben acuerdos en contrario.

El fundamento para la regulación federal se encuentra en la posición del accionista individual, como pequeño inversionista y consumidor no sofisticado de productos financieros (como las acciones), que principalmente requiere de información para tomar sus decisiones³². Es por ello que dicha legislación pone énfasis en la provisión de información y en los derechos a recibir dicha información, de parte de los accionistas (inversionistas).

El surgimiento del movimiento por el "Buen Gobierno Corporativo".

El movimiento por el "Buen Gobierno Corporativo" surge en el contexto de primacía de los administradores de las *Corporations* y las limitadas posibilidades de defensa de los intereses de los accionistas a través de normas imperativas del sistema jurídico.

El "Buen Gobierno Corporativo" surge a mediados de los años 1980 y consiste en el requerimiento que realizan ciertos accionistas a los administradores de las *Corporations*, para que –**voluntariamente**– mejoren en sus documentos de constitución, estatutos y reglamentos, el tratamiento a los accionistas y reconozcan los intereses que a éstos les corresponden. La perspectiva aquí es reconocer la primacía del accionista en la organización, el carácter de agente de los

³² Sobre la lógica de la regulación en el mercado de valores se puede consultar: MARTINEZ, Juan José. Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional. Análisis Crítico. En: Cuadernos Jurisprudenciales. Suplemento Mensual de Diálogo con la Jurisprudencia. N° 22, Abril 2003.

administradores así como el establecimiento del Directorio como encargado de la tutela de los derechos del accionista y el control de los administradores internos (los "officers").

Es por ello, que desde esta perspectiva se aboga básicamente por:

- a. Establecer y tutelar los derechos de información de los accionistas sobre asuntos de la organización empresarial (la "transparencia").
- b. La promoción de la participación de los accionistas en las decisiones (el llamado "activismo").
- c. La facilitación de la toma de decisión de los accionistas (votaciones).
- d. Determinación de funciones mínimas y estándares de actuación del directorio.
- e. La incorporación de directores externos e independientes de la administración.

El surgimiento del movimiento a favor del "Buen Gobierno Corporativo" en Estados Unidos, parece estar relacionado al surgimiento de los "inversionistas institucionales", una clase distinta de accionistas; técnicamente sofisticados y poderosos económicamente (características que los pequeños inversionistas no poseían). Dichas características, permitían a los inversionistas institucionales adquirir cantidades significativas de acciones y en virtud de ello, poner condiciones a los administradores en control de las *Corporations*. En ese contexto, vale la pena mencionar al "California Public Employees' Retirement System" – CALPERS, un fondo de pensiones que asumió el liderazgo en este sentido³³. Esta entidad, desde 1988 estableció los criterios de "Buen Gobierno Corporativo" que deberían seguir las sociedades empresariales en los que CALPERS podía invertir (es decir, comprar acciones).

³³ Sobre la posición de Calpers puede consultar la siguiente página web: www.calpers-governance.org.

V. ¿HACIA DÓNDE VA EL MODELO?

El origen y supuesto del modelo típico de gobierno corporativo en la dimensión vertical es la existencia de accionariado difundido, con muchos inversionistas pequeños como titulares directos de acciones y, administradores capaces de tomar decisiones con mucha autonomía. Esta es la situación que Berle y Means descubrieron en los años 1930 y sobre la cual llamaron la atención. Sin embargo, la situación parece seguir un patrón distinto, desde hace varias décadas.

Originalmente, la titularidad de las acciones era mantenida directamente por individuos y familias (una suerte de "consumidores finales"). Sin embargo, en el transcurso del tiempo han aparecido y ganado espacio propio, otros accionistas denominados "inversionistas institucionales"; como las compañías de seguros, los fondos mutuos, fondos de inversión y fondos de pensiones. En este sentido, Pinto señala que en 1950, el 91% de las acciones eran de propiedad directa de accionistas individuales, mientras que en 1996, ese porcentaje se había reducido a 48%, siendo que –a dicha época- el 22% de las acciones era poseído por fondos de pensiones³⁴. Confirmando esa tendencia, la Business Finance señala que en el año 2000, los inversionistas institucionales poseían el 61.4% de las acciones de las mil empresas más grandes en Estados Unidos. Sin embargo, para el año 2005, dichos inversionistas ya poseían casi el 68% de dichas acciones³⁵.

Como se puede ver, los inversionistas institucionales gradualmente han ido ganando porcentajes importantes de participación accionaria en las *Corporations*. Esta mayor participación explicaría el interés por reducir el comportamiento oportunista de los administradores de las empresas, mejorar la gestión de la administración y buscar maximizar el valor para el accionista (aquello que se resume en la expresión "Buen Gobierno Corporativo"). Ello

³⁴ PINTO op cit. pag. 6.

En el mismo sentido se manifiestan JENNINGS, Richard, Harold MARSH, Jr., John COFFEE, Jr. & Joel SELIGMAN. *Securities Regulation, Cases and Materials*, pp. 40-43.

³⁵ Business Finance Magazine. Marzo 2007. página 12.

resulta lógico, porque a mayor participación accionaria, mayor el impacto recibido por el accionista (en este caso, por el inversionista institucional).

En mi opinión, veremos una evolución del modelo vertical, orientada a consolidar la "primacía del accionista" y controlar en mayor grado a la administración interna de la empresa (los "executives". Esta tendencia se ha consolidado con la emisión de la Ley Sarbanes Oxley (norma federal), que ha establecido estándares específicos para las acciones a cargo del Directorio, el reporte contable y, la responsabilidad de los administradores internos.

Seguramente se verán casos de accionistas (inversionistas institucionales) que pasen de una situación pasiva, al activismo accionario e inclusive a situaciones de toma del control (desplazando a la administración existente). Sin embargo la historia no termina allí. Probablemente en el futuro no existirán accionistas "explotados" por la administración interna, dado el éxito del "Buen Gobierno Corporativo". Sin embargo, el problema de agencia en su dimensión vertical subsistirá. Ya no se tratará de la divergencia de intereses entre administradores de las *Corporations* y los pequeños accionistas, sino entre los administradores de las entidades denominadas "inversionistas institucionales" y sus aportantes (pequeños inversionistas).

Esa es otra historia y constituye un buen pretexto para escribir un próximo artículo.