

REFLEXIONES EN TORNO AL GOBIERNO CORPORATIVO

FEDERICO CARLOS ALBERTO

INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es permitirnos algunas breves reflexiones en relación al concepto de las reglas del buen gobierno corporativo y acerca de las causas que originan el arribo a nuestro país de un movimiento reformista, cuyo origen podría encontrarse en el mercado norteamericano, pero que a raíz de la globalización de las inversiones y de la economía se ha extendido en todo el mundo.

En los últimos años, el termino "buen gobierno" se ha estado utilizando en una gran variedad de contextos, pero particularmente referidos a la relación entre el órgano de administración de una sociedad abierta y sus relaciones con los accionistas, tenedores de deuda y todos los interesados en la actuación de esa sociedad.

DEFINICIÓN

Las reglas de buen gobierno indican un conjunto de disposiciones, internas o externas a la sociedad, que regulan las relaciones entre el órgano de administración y los accionistas o personas que posean un interés en ella. Estas disposiciones pueden estar incluídas en el estatuto de la sociedad, en pactos entre los accionistas, en leyes emanadas de los poderes correspondientes o en normas de las entidades que autorizan la oferta pública de valores.

Si bien la necesidad de adoptar reglas más eficientes en las rela-

ciones entre los órganos de administración y los accionistas o terceros interesados surgió en aquellas sociedades que hacían oferta pública de sus títulos valores, nada obsta que estas reglas de buen gobierno corporativo sean adoptadas por sociedades cerradas.

Vanasco las ha definido como el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas, lo que comprende las relaciones entre los órganos de gestión de las sociedades, o sea su órgano de administración, sus accionistas y otros grupos interesados en la vida de la sociedad.¹

Por su parte, Burlando de Acuña cita cierta doctrina comparada que las define como el conjunto de disposiciones que rigen las relaciones jurídicas entre los órganos ejecutivos de una sociedad y los accionistas de la misma, así como la de los órganos y accionistas de una sociedad componente de un grupo societario con los de las otras sociedades del grupo.²

El debate en torno a este conjunto de disposiciones se ha ido acrecentando en la última década. Ello es así ya que alrededor de este conjunto de disposiciones giran conceptos económicos y jurídicos tales como problemas de agencia, asimetrías en la información, roles de los directores, representación de la minoría en los órganos de administración, performance económica de las empresas y actuación de los accionistas, sean estos últimos privados o públicos y estén o no diversificados en su participación accionaria.

IMPORTANCIA DE UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

La principal importancia de la existencia de un buen régimen de gobierno corporativo radica en que éste ayuda a las sociedades a la utilización de sus recursos en una forma más eficiente. El buen gobierno corporativo ayuda además a asegurar que las corporaciones tomen en cuenta los intereses de un amplio rango de componentes y que sus órganos de administración son responsables con la compañía y los accionistas. Ello ayudará que las sociedades operen en beneficio de la comunidad y a mantener la confianza de los inversionistas -trátase de nacionales o extranjeros- y a atraer capitales estables y a largo plazo.³

¹ VANASCO, Carlos Augusto, *Reglas de buen gobierno. (Corporate Governance)* en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, Año 2000-1, *Sociedades Anónimas*, pág. 9, Ed. Rubinzal-Culzoni.

² BURLANDO DE ACUÑA, Felicia, *El Interlocking en el Directorio en El Directorio en las Sociedades Anónimas*. Estudios en Homenaje al Profesor Consulto Dr. Carlos S. Odriozola, pág. 104, Ed. Ad-Hoc.

³ Prefacio incorporado a los "Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades".

La relación entre las prácticas de buen gobierno corporativo y el carácter cada vez más internacional de la inversión es de particular relevancia. Los flujos internacionales de capital permiten a las sociedades acceder a una financiación por parte de un grupo de inversores más amplio. Si las naciones desean sacar el máximo provecho del mercado de capitales global y atraer capitales estables en el largo plazo, las disposiciones del gobierno corporativo deben ser fáciles de comprender. El cumplimiento de una política eficaz de gobierno implicará un aumento de la confianza de los inversores nacionales, que pueda reducir los costos del capital, y permita establecer unas fuentes de financiación con mayor estabilidad.

La adopción por parte de las empresas de reglas que permitan un desenvolvimiento más eficiente de su órgano de administración con los accionistas o terceros interesados, y dentro de estos últimos nos referimos a todos aquellos que si bien no son accionistas poseen un interés concreto en la sociedad (tales como los tenedores de deuda), constituye un avance a los efectos de lograr una mayor confianza generando una relación de mayor estabilidad y previsibilidad ya que de esta manera se obtiene una protección adecuada de estos últimos.

Esta afirmación responde a la circunstancia que, en ausencia de reglas claras, en ocasiones se produce una transferencia de valor de la sociedad a aquellos que tienen una posición dominante en ella.

Esto ocurre debido a que los intereses de aquellos que tienen el control de la sociedad difieren de aquellos que no lo poseen, ya sean accionistas minoritarios o proveedores de capital.

Este problema, que comúnmente en economía se lo conoce como problemas de principal-agente o simplemente como problemas de agencia, tiene su origen en la separación que existe en las empresas modernas de la propiedad y el control. En ausencia de reglas claras y precisas, la falta de información y la dificultad poder controlar las decisiones adoptadas por los órganos de administración, produce que los accionistas minoritarios o proveedores de capital encuentren riesgosa la participación en la sociedad y costosa, en términos económicos, su protección.

SEPARACIÓN DE LA PROPIEDAD Y CONTROL

La separación de la propiedad y el control de las sociedades es un hecho destacado del capitalismo moderno. En la casi generalidad de los casos, las grandes sociedades son propiedad de centenares o miles de accionistas, los cuales en su gran mayoría nada tienen que ver con las decisiones de dirección de la empresa. Es, a su vez, una constante en las sociedades que apelan al mercado de capitales.

Si bien esta separación produce una innegable serie de ventajas tales como la especialización en las funciones gerenciales y en la estructura de decisiones, trae aparejado consigo el riesgo de conflictos de intereses. Este riesgo, sumado al derivado de la existencia de diversos grupos de accionistas, sean estos institucionales o pequeños inversores, son factores que producen un gran número de tensiones en las sociedades. Debido a ello es que surge la necesidad de encontrar nuevas fórmulas de equilibrio en la organización del gobierno de las empresas ya que todos ellos son propietarios de éstas y ninguno de ellos debería acumular poder a expensas de los otros.

Por supuesto que este problema no es algo nuevo. Ya en el año 1932 dos economistas norteamericanos analizaban los problemas de agencia durante el siglo XIX creados cuando en las empresas las decisiones no las tomaban los accionistas mayoritarios.⁴

El conflicto de intereses entre los directores y los accionistas se produce ya que ambos grupos pueden perseguir metas muy diferentes. Los accionistas desearán maximizar el rendimiento financiero de su tenencia accionaria, la percepción de dividendos en forma periódica y que no haya una transferencia de valor de la sociedad a los directivos, como podría producirse por ejemplo con la fijación de una alta retribución no proporcional a los beneficios económicos obtenidos por la empresa.

En cambio, el beneficio perseguido por los directores puede ser radicalmente opuesto al de los accionistas y depender de varios elementos. Debido a que los directores o integrantes de cualquier órgano de administración son personas, quizás les interese algo más que el dinero. Los que ellos desean es la maximización de su bienestar. Por ello, el beneficio de éstos puede depender de varios factores como ser las condiciones del ejercicio de su cargo, el prestigio logrado, etc... La persecución de estos objetivos entraría en contradicción con aquellos perseguidos por los accionistas y producirían los conflictos en el seno de la empresa.⁵

Por otra parte, los problemas de agencia generan costos. Estos costos se producen cuando los directores se apartan de las decisiones de maximización del valor de la empresa y por ende de los accionistas y cuando estos últimos deben, a su vez, incurrir en costos para controlar al órgano de administración e influenciar en sus decisiones.⁶

⁴ BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Mc Millan Publishing Co.

⁵ KATZ, Michael y ROSEN, Harvey, *Microeconomía*, pág. 242. Irwin.

⁶ BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart, *Principios de Finanzas Corporativas*, pág. 266. Ed. Mc Graw Hill.

Entendemos que en la mayoría de las grandes sociedades que cuentan en su estructura de decisiones con distintos niveles en la adopción de las mismas se producirán estos costos.

Desde una óptica legal, podría argumentarse que una adecuada previsión de normas en el estatuto o reglamento de las sociedades solucionarían estos conflictos. Sin embargo se requeriría un ilimitado número de disposiciones que prevean todas aquellas posibilidades de conflictos. Evaluar y controlar, por parte de los accionistas, que todas las decisiones del órgano de administración sean contestes con la finalidad perseguida por la sociedad los haría incurrir en grandes costos que superarían en exceso los beneficios que podrían obtenerse con esta conducta.

Un sistema efectivo implicaría que aquellos que controlan las decisiones estén separados de aquellos que las inician y las implementan. Podría darse el caso de que un individuo posea ambas funciones, control e implementación, pero no sobre la misma decisión. Este sistema fue analizado por dos autores que concluyeron que hay mayor eficiencia en el proceso decisorio de una empresa cuando sucede esta separación de funciones en el proceso decisorio.⁷

Debido a esto es que toman importancia las reglas que regulan el buen gobierno corporativo.

MOVIMIENTO DE REFORMAS

Probablemente el movimiento de reformas para la adopción de reglas más eficientes en el Gobierno Corporativo se haya iniciado en el comienzo del año 1980 durante la frenética época de las tomas de control hostiles que vivía el mercado norteamericano. Sin embargo es durante la crisis financiera producida en 1997 en los países asiáticos cuando este instituto comienza a tomar relevancia mundial. Ello es así ya que se ha atribuido el origen de esa crisis a la debilidad en los sistemas de gobierno y a la mala información financiera disponible en el mercado.

Impulsados en gran parte por el creciente poder que han adquirido los inversores institucionales, el movimiento de reformas propugna cambios en los órganos de administración, en su funcionamiento y en la conducta de sus miembros. Esta aspiración demuestra insatisfacciones respecto a conductas anteriores, pero estas mejoras en las prácticas que se pretenden lograr no se dirige a reformas en las leyes sino a que las sociedades, en virtud del principio de autonomía de la volun-

⁷ FAMA, Eugene y JENSEN, Michael, *Separation of Ownership and Control*, pág. 5. Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, Junio de 1983.

tad, adopten las mejoras necesarias para de esa manera garantizar una adecuada protección de los intereses de los accionistas minoritarios y proveedores externos de capital.

La principal manifestación de este movimiento de reformas al gobierno corporativo fueron los “Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades”. Estos principios, que vieron la realidad en el año 1999, representan el primer código global de reglas de buen gobierno corporativo. El desarrollo de este código fue altamente influenciado por los inversores institucionales en busca de incrementar sus oportunidades de inversión en economías en desarrollo.

La forma en que las sociedades y los mercados donde éstas desarrollan su actividad mejoran sus relaciones con los accionistas varía en cada jurisdicción. Estas sociedades, sin importar la manera en que su capital es poseído, actúan conforme a las leyes del país y las normas emanadas de las autoridades que regulan su actividad. Como bien establece el preámbulo de los principios adoptados por la OCDE, éstos no son vinculantes. La finalidad de los principios es actuar como punto de referencia y pueden ser empleados por los encargados de planificar las políticas de mejor gobierno corporativo, reflejando así la propia realidad del país y de los participantes del mercado.

En los últimos años, se han desarrollado más de 30 códigos que incorporan reglas de buen gobierno corporativo.

Los principios emanados de la OCDE han servido de inspiración para la gran mayoría de ellos. Estos principios se basan en los siguientes puntos básicos:

- Protección de los derechos de los accionistas.
- Tratamiento equitativo de todos los accionistas.
- Reconocer los derechos de los grupos de interés social estipulados por la ley y alentar una cooperación activa entre las sociedades y estas entidades, en la creación de riqueza, empleo y lograr que las empresas sean financieramente sólidas.
- Presentación de la información de manera precisa y de modo regular acerca de todas las cuestiones materiales referentes a la sociedad, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y el gobierno de la sociedad.
- Estipular las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de la dirección por parte del Consejo y la responsabilidad del Consejo hacia la empresa y los accionistas.

Si bien hemos mencionado que no existe un único modelo de buen Gobierno Corporativo se observa que, a medida que se profundiza la globalización de los mercados de capitales, se produce una convergencia en los sistemas. Esta convergencia en los sistemas de go-

bierno se da con mayor regularidad en aquellas sociedades que buscan financiación internacional. Las sociedades que utilizan el mecanismo de cotizar sus títulos en el mercado norteamericano mediante la emisión de ADR's o GDR's deben cumplir con altos requisitos en la provisión de información. Esto ha llevado a que esas empresas deban cumplir con disposiciones más exigentes que las que se encuentran en el mercado de origen. Otra circunstancia observable en estos casos es que al cotizar en mercados más desarrollados, las empresas están sujetas al control por parte de inversores institucionales extranjeros, bancos de inversión o entidades calificadoras de riesgo crediticio que le demandarán reglas más precisas en sus relaciones con aquellas personas que no poseen el control de ella.

La extensión del presente trabajo no nos permite extendernos en la descripción de los diferentes sistemas de Gobierno Corporativo que se adoptaron en los distintos países. En caso que el lector estime necesario conocer algunos de estos sistemas podría dirigirse al trabajo de Carlos Vanasco citado en la nota número 1).

LA SITUACIÓN EN LA ARGENTINA

Nuestro país no ha sido ajeno a esta corriente reformadora de las prácticas de gobierno societario. La necesidad de reformar las prácticas actuales de gobierno corporativo ha llevado a desarrollar un creciente interés, en profesionales de distintas ramas, en la institución. En el mes de Marzo del corriente año, la OCDE, auspiciado por el Ministerio de Economía de nuestro país, ha organizado una reunión regional para debatir con los distintos participantes estos conceptos.

Este impulso reformador y la necesidad de adaptar nuestro mercado de capitales a las condiciones imperantes en la región fue el motivo de que el 22 de mayo de este año el Poder Ejecutivo, conforme a las atribuciones conferidas por la Ley N° 25.414, adoptara el decreto 677/01 conocido como "Régimen de Transparencia de la Oferta Pública".

Consideramos que ha habido numerosos factores que han incidido en la adopción de este nuevo régimen.

En primer lugar debemos considerar las profundas transformaciones que ha sufrido nuestro mercado de capitales desde el año 1991. Estas transformaciones se plasmaron a través de una serie de instrumentos legales que permitieron su profundización y desarrollo. Así, en esta última década se han modificado numerosas normas en la Comisión Nacional de Valores, se sancionó la Ley de Obligaciones Negociables, se modificó la carta orgánica del Banco Central, se incorporó la figura de los fideicomisos a través de la Ley 24.441 y se crearon las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

Conforme lo sostiene Apreda, en la última década el mercado de capitales nacional ha sufrido numerosos cambios. En primer lugar, en el sector público a través de la privatización de las empresas nacionales y luego en el sector privado a través de cambios estructurales en las empresas, no sólo en la propiedad sino también en el control. Los principales resultados de este proceso fueron que se concentró la propiedad de muchas empresas en personas con grandes participaciones accionarias y que las personas fundadoras se alejaron de ellas mediante la cesión de sus tenencias, separándose de esta forma de la administración y el control. Asimismo, a medida que se redujo el proceso de privatizaciones se fueron incrementando las fusiones y adquisiciones de empresas privadas.⁸

Del mismo modo, este autor sostiene que en la Argentina ha habido un cambio en la estructura de gobierno de las empresas ya que se evolucionó de grandes compañías cerradas propiedad de grupos familiares a compañías propiedad de grupos de inversores internacionales o fondos de inversión.

Es importante señalar también que en la región, estos esfuerzos en la adopción de normas de buen gobierno corporativo estaban siendo tomados por distintos países. Así, Brasil, Chile y Méjico ya habían adoptado distintas códigos que contenían reglas para el gobierno corporativo. La demora en la adopción de normas similares por parte de la República Argentina la hubiera situado en una situación de desventaja a los fines de la atracción de flujos de capitales internacionales debido a que con mayor regularidad las reglas de buen gobierno influyen positivamente en las decisiones de inversión.

Contestes con ciertos principios de buen gobierno, este nuevo régimen adopta altas exigencias de información sancionando las falsedades u omisiones, incorpora exigencia de independencia a los auditores de las sociedades, sanciona el uso de información privilegiada, sanciona también ciertas conductas disvaliosas en el ámbito de la oferta pública. Incorpora mayor transparencia en los procedimientos de cambios de control en los emisores de acciones en el mercado y prevé la agilización de las formas de resolución de conflictos en el mercado y el mejoramiento de la regulación de ciertas operaciones típicas en los mercados de capitales.

La finalidad perseguida por este nuevo régimen es intentar encontrar soluciones para algunas ineficiencias económicas que se producen en el mercado de valores argentino para de esa manera hacerlo

⁸ APREDA, Rodolfo, *Corporate Governance in Argentina. New Developments through 1991-2000*, Universidad del CEMA.

más competitivo y atrayente.

SUMARIO Y CONCLUSIÓN

A través de este breve trabajo se ha intentado desarrollar algunas de las causas del origen y la existencia de un movimiento de reformas en el mecanismo de adopción de las decisiones en las sociedades y el efecto de éstas.

Entendemos que un buen gobierno corporativo, traducido en una serie de disposiciones internas o externas a la sociedad que regulan las relaciones que existen entre el órgano de administración y los accionistas o proveedores de capital de una sociedad, produce innumerables ventajas para las empresas.

Hemos visto que existe un gran movimiento de reformas a nivel mundial y regional basados en principios orientadores emanados de la OCDE, entre otros sistemas:

Entendemos que la finalidad de un mejor y más eficiente gobierno corporativo es la protección de los inversores.

Cuando los inversores encuentran sus derechos protegidos desean tener una participación mayor en el financiamiento de las empresas, inclusive incrementando el valor de éstas en un 20 o 25% que el resto de las compañías con sistemas de gobierno corporativo ineficientes.⁹

Esta protección de los inversores incrementa el desarrollo de los mercados de capitales. Cuando los inversores se encuentran protegidos desean pagar un precio mayor por los títulos valores, produciendo incentivos para nuevas emisiones por parte de las empresas. Asimismo, una mejor protección de los inversores incrementa el desarrollo de la actividad financiera produciendo, por el simple juego de la ley de la oferta y la demanda, una reducción en los intereses de los préstamos, motorizando la actividad económica.

A modo de conclusión final quisiéramos señalar dos investigaciones científicas que a través de evidencias empíricas concluyen en forma similar con lo hasta aquí sostenido.

En el año 2000 la consultora internacional McKinsey & Co. condujo un estudio donde consultó a 200 inversores institucionales de Estados Unidos, Europa, América Latina y Asia. Este estudio reveló que para ellos las prácticas de gobierno son tan importantes como los rendimientos financieros de una compañía al momento de adoptar decisiones de inversión. El 80% de estos inversores institucionales han

⁹ Suplemento Económico del diario Clarín del día Domingo 8 de Julio de 2001.

sostenido que están dispuestos a pagar un incremental en su inversión en empresas con un buen gobierno corporativo a diferencia de aquellas con prácticas de gobierno ineficientes, por más que ambas tengan rendimientos financieros similares. ¿Pero que constituiría un incremental en la inversión? De acuerdo con el estudio, los inversores institucionales consideran que el monto del incremental variaría según el país. Por ejemplo, han manifestado que pagarían hasta un 27% de más por una empresa con prácticas de buen gobierno corporativo en Venezuela o Indonesia, un 22% extra por una similar compañía en Italia y hasta un 18% en Estados Unidos o Inglaterra.¹⁰

Creemos que estas diferencias ocurren debido a que los inversores están dispuestos a tener una mayor participación en empresas con un buen sistema de gobierno corporativo en países donde la protección de los accionistas minoritarios o terceros interesados es menor. En aquellos países donde existe una mayor protección de éstos por parte de las empresas y el Estado, observamos que la diferencia en la inversión es menor.

Otro muy interesante y revelador estudio es el que cita Bebczuk llevado a cabo por La Porta y otros. Estos autores recopilan información de 49 países sobre distintos indicadores representativos de la estructura legal, elaborando a partir de ellos un índice de derechos de los acreedores. El estudio demuestra que los países que poseen un mayor índice de protección de accionistas y acreedores tienen un mercado de capitales de mayor valor, un mayor número de empresas cotizando sus títulos valores y un mayor número de oferta pública inicial de acciones. Concluyen que las personas en países con mejor índice de protección tienen un mayor interés en la participación en sus mercados de capitales.¹¹

Esto último es lo que necesita nuestro país. La existencia de inversores que, al sentirse protegidos en sus derechos, tengan una alta participación en el mercado de capitales.

¹⁰ "Good Governance Pays Off". Investor Relations Business del 10 de julio del año 2000, pág. 1.

¹¹ BEBCZUK, Ricardo, *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, pág. 121.