

CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y CORPORATE GOVERNANCE

C.P. JORGE FERNANDO FUSHIMI

Contador Público – Abogado.
Especialista en Sindicatura Concursal.
Especialista en Gobierno Corporativo de
las Sociedades Mercantiles.
Investigador contratado UNLaR.
Ex Profesor UNLaR.
Profesor Titular de Derecho Comercial y
Contratos. Fac. de Cs. Económicas UNC.
Investigador UNC.
Profesor UBP

Palabras Clave: buen gobierno corporativo; corporate governance; acciones; valor de la acción; autorregulación; transparencia; junta directiva.

Key Words: corporate governance; shares; share value; self; regulation; transparency ; board of management.

Resumen

La teoría del buen gobierno corporativo o corporate governance parte de la idea de tratar de maximizar el valor de las acciones representativas del capital social de la sociedad mercantil como estrategia para procurar el acercamiento de los inversores a la bolsa, exhibiéndoles mayores y mejores resultados económicos y elevando el valor de la acción. Para ello, desarrolla un conjunto de principios y conceptos tendientes a lograr una mayor confianza del inversor, basada en los conceptos de autorregulación y

transparencia. Simultáneamente, procura que la junta directiva (directorio en la legislación argentina) siga preceptos de buen gobierno o buena gobernanza a fin de dar seguridad a los inversores y de garantizarles que sus intereses serán los mismos que los de los accionistas. Sin embargo, esta teoría ha facilitado muchos de los elementos que desembocaron en la crisis económico – financiera global actual, al haber exacerbado el interés en el valor de cotización de la acción, facilitando mecanismos contables tendientes a generar la ilusión de un valor creciente y confiado en demasía en los conceptos básicos de autorregulación y transparencia. La creencia en la existencia de un mercado libre que se rige por una “mano invisible” y que prescinde de la intervención del estado, ha permitido que –libres de toda supervisión- las sociedades cotizadas y entidades financieras hayan cometido verdaderos fraudes en contra de los accionistas y de la comunidad en general. El objeto de esta ponencia es tratar sobre algunos de esos elementos que han sido difundidos como valiosos y necesarios para el desarrollo de los mercados de valores, y analizar cómo han tenido influencia en las crisis bursátiles que, en rigor, son crisis de las sociedades mercantiles emisoras.

ABSTRACT

The theory of corporate governance is derived from the idea of the maximization of the value of the shares representing the company's capital stock, as a strategy to attract investors to the stock market with greater and better economic results and increases in share value. With this goal in mind, a set of principles and concepts are developed which are aimed at achieving greater investor's confidence based on the concepts of self-regulation and transparency. It also tries to encourage the Board of Directors (“Directorio” in Argentinean legislation) to follow the principles of good governance so as to build the investors' confidence and guarantee that their interests are the same as those of the investors.

However, this theory has had some part in the present global economic and financial crisis as it has not only excessively encouraged the interest in share market value and provided accounting mechanisms to create the illusion of increasing values, but also relied in excess on the basic concepts of self-regulation and transparency. The belief in the existence of a free market ruled by an "invisible hand" which dispenses with the government intervention has allowed listed corporations and financial organizations – free of any kind of surveillance – to commit frauds against the shareholders and the community at large. This paper intends to discuss some of these elements propagated as valuable and necessary for the development of the stock markets, and to analyze how they have influenced the commercial crises which actually are crises of the business corporations which have spread them.

ANTECEDENTE

Este trabajo, inédito, fue la ponencia presentada por el autor en el IIº Congreso Venezolano de Derecho Mercantil llevado a cabo los días 16, 17 y 18 de abril de 2009, organizado por la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas de la Universidad de Los Andes, Venezuela, en la ciudad de Mérida, República Bolivariana de Venezuela. Ha sido parcialmente modificado para actualizarlo a las actuales circunstancias.

INTRODUCCIÓN:

El concepto de "Buen Gobierno Corporativo"³ no es una expresión acuñada en oposición a "mal gobierno". La teoría del Buen Gobierno Corporativo trata de un conjunto de respuestas dadas por entidades estatales y paraestatales que advirtieron que la praxis societaria tiende a demostrar comportamientos abusivos por parte de quienes ejercen el poder societario (entiéndase que ejercen la administración –gobierno en la terminología estadounidense y mal repetida aquí por los estudiosos de la administración, o bien que forman grupos de control). Estos comportamientos abusivos en general tienen dos efectos: por un lado expulsa a los accionistas y socios minoritarios que se abstienen de participar al sentir que son "convidados de piedra" en la toma de decisiones e incluso en las rendiciones de cuentas y que sólo permanecen en la sociedad en la medida que ésta genere utilidades que se traduzcan en dividendos; por otro lado, evita que nuevos inversores, generalmente pequeños ahorristas, canalicen sus excedentes financieros a través de la adquisición de acciones, lo que debilita o impide el desarrollo de los mercados bursátiles. Frente a esto, se propusieron una serie de pautas extralegales que tienden a que la sociedad y los grupos de poder societario se autorregulen y exhiban comportamientos y conductas transparentes que permitan y favorezcan la participación de los pequeños inversores en el capital de las sociedades anónimas principalmente, a la vez que se trata de estimular su participación en las asambleas (o juntas generales).

³ Una cuestión terminológica necesaria: debemos aclarar que aunque gran parte de la doctrina nacional e internacional consagran el uso de la expresión anglófona "corporate governance", nosotros creemos en este trabajo que el empleo de la expresión "gobierno corporativo de las sociedades mercantiles" o, más simplemente "gobierno corporativo", es perfectamente ajustable al objeto de estudio y no hay razones ni legales ni de ninguna otra clase que justifiquen la adopción de una terminología ajena a nuestro idioma. En todos los casos, aunque aclararemos el uso de expresiones anglófonas, trabajaremos siempre empleando expresiones en español. Por otra parte, la doctrina española ha profundizado en el tratamiento de la temática, y mucho hemos abrevado en ella (como se verá más adelante), lo que nos ha permitido hacer nuestra la defensa del idioma español desde esta clase de trabajos. Igualmente podemos advertir el uso de las palabras "gobernanza" o "gubernancia", las que trataremos de no utilizar, salvo en la cita concreta de material bibliográfico o de análisis.

Pero, por otra parte, también subyace en la teoría del Buen Gobierno Corporativo, la idea de que sólo transparencia y autorregulación en las prácticas societarias no son suficientes para atraer al potencial inversor. Es necesario que la acción maximice su valor, tornando económicamente atractivo invertir en sociedades cotizadas. A tal fin también se desarrollaron una serie de principios y conceptos que procuran ese objetivo, como veremos más abajo.

Algunos autores sostienen que la implementación de normas o reglas de buen gobierno y códigos de ética para las sociedades mercantiles son condición necesaria para lograr un mayor grado de desarrollo de los mercados bursátiles, llegando incluso a afirmarse que las sociedades cotizadas que lo hacen, posteriormente desarrollan un gran crecimiento en su cotización y sus acciones son los papeles preferidos por los inversores para colocar sus excedentes financieros con la esperanza de obtener mayores dividendos o un mayor valor de la acción. Se sostiene incluso que la mera adopción de prácticas y códigos de buen gobierno corporativo redundan automáticamente en un mayor valor de la empresa.

La adopción de las reglas del buen gobierno corporativo se ha difundido en las principales empresas a lo largo y ancho de las principales empresas del mundo, aunque no siempre ha tenido la intención de brindar verdaderamente más transparencia y garantizar mejores prácticas societarias, sino, muchas veces ha sido (y es) utilizada como una herramienta de mercadotecnia que apuesta a mostrar una imagen progresista y de avanzada en materia empresarial, pero que no conforma un espíritu de compromiso real con el fin esencial de esta teoría.

La apuesta de la teoría que propugna que las empresas y el mercado se autorregulen a través de una mayor transparencia en las prácticas societarias, y que sea el mercado (y no el estado) quien consagre a las mejores y descarte a las menos transparentes, ha tenido algunos rotundos fracasos, reconocidos todos⁴ que sucedieron pese a la adopción de códigos de buen gobierno, aplicación de normas de

⁴ Tal el caso de las sociedades Enron, World Com, Parmalat, etc.

autorregulación y auditorías practicadas a través de multinacionales en el rubro. Estos escándalos societarios y bursátiles, verdaderas defraudaciones a los accionistas, motivaron la creación de una segunda generación de normas de gobierno corporativo, llevándolo al siguiente nivel donde el estado toma una activa participación en el control de las prácticas societarias, sea estableciendo severas y rígidas normas de buenas prácticas societarias, o bien sea creando un régimen punitivo que sancione las desviaciones en perjuicio de los inversores: el punto máximo de rigor legal puede advertirse en la Ley Sarbanes Oxley de los Estados Unidos de Norteamérica.

La vigente crisis económica financiera desatada a partir de las denominadas hipotecas "sub-prime" también reconoce muchas de las causas de aquella anterior y cuyos orígenes pueden rastrearse en el apego absoluto a una serie de principios que en este trabajo procuramos desentrañar.

2.- LOS PROBLEMAS DE AGENCIA.

Se sostiene que lo que motiva y da origen al tratamiento de la problemática de la teoría del gobierno corporativo, son los denominados "problemas de agencia", otorgándose tal denominación al conflicto de intereses que surge cuando un sujeto en general, tiene la posibilidad de afectar los derechos de otro a través de su actuación. El principal problema de agencia es el que suele suscitarse entre los administradores de la sociedad y los accionistas, en particular en aquellas sociedades que cotizan sus acciones en bolsas y mercados de valores, ya que los primeros pueden verse tentados a administrar el ente en beneficio propio, lo que implica desmedro de los intereses de los accionistas inversores- Éstos, dado el escaso peso que poseen a la hora de la celebración de la asamblea de accionistas, la extrema atomización de las participaciones (en especial cuando se trata de pequeños inversores), y la notoria apatía para participar en las reuniones del órgano de gobierno, generan las condiciones propicias para que se produzcan maniobras societarias perjudiciales para sus intereses.

En rigor, los problemas de agencia tienen su origen en el hecho empíricamente verificable que quienes administran a la sociedad comercial disponen de la información, los medios y la oportunidad para lograr maximizar las ganancias del ente en beneficio propio, lo que necesariamente repercute en una minimización de las ganancias que perciben los propietarios del capital (los accionistas). Éstos, a su vez, disponen de una serie de facultades, atribuciones y derechos conferidos legalmente, pero que, dado el diseño legal de los regímenes de mayorías y procesos de toma de decisiones y ejercicio del control, difícilmente puedan ser ejercidos de manera efectiva por quienes no disponen de la suficiente información o acaso preparación para interpretarla.

Un segundo problema de agencia clásico, es el conflicto o tensión que se genera entre accionistas. El problema puede suscitarse entre accionistas mayoritarios y minoritarios, o grupo de control (sin ser mayoría) y otros grupos minoritarios; grupos sindicados contra otros grupos de accionistas (sindicados o no) y, finalmente, entre accionistas "puros" y accionistas institucionales (fondos comunes de inversión, fondos fiduciarios, administradoras de fondos de pensión, etc.), todos quienes pueden emplear su posición de prevalencia para lograr mayores beneficios o tratamientos preferenciales o acceso a información privilegiada en desmedro de los intereses de los accionistas individuales o de los minoritarios.

Finalmente, el tercer problema de agencia clásico es el que se suscita entre accionistas y acreedores, puesto que los accionistas pueden realizar maniobras y operaciones societarias, financieras, económicas y hasta bursátiles tendiente a vulnerar o directamente frustrar los derechos de los acreedores. Desde esta perspectiva, los accionistas (en particular los de control, sean mayoritarios o no) pueden verse tentados a lograr posicionarse mejor que los acreedores, en particular en los casos de insolvencia.

El común denominador de los tres problemas clásicos de agencia es que hay quien, valiéndose de una situación privilegiada que le permite contar con información clasificada, oportunidad y medios, se ve tentado a

utilizar estos elementos en beneficio propio o de un grupo reducido, y en desmedro de los intereses del resto de los interesados (accionistas, inversores, acreedores, el fisco, trabajadores, etc.).

Al respecto, pueden advertirse algunas variantes: en la primera, el "agente" sin dejar de actuar eficaz y eficientemente en cuanto a la utilización de los recursos sociales y del cumplimiento de las metas y objetos sociales, a través del uso de la llamada "contabilidad creativa"⁵ y otras acciones u omisiones dolosas, desvía fondos sociales o goza de otros beneficios diferentes en beneficio propio o su grupo de pertenencia.

Otra variante es la del "agente" que lisa y llanamente se desvía del estándar del buen hombre de negocios que administra o gobierna (la modalidad resulta aplicable tanto a los administradores como a quienes – de hecho o de derecho- ejercen la voluntad social) a la sociedad y la utiliza en provecho propio o de su grupo de pertenencia.

Las conductas desviadas del administrador que usualmente describe la literatura son: fijación de remuneraciones en exceso a través de mecanismos que no vulneren los topes legales a través de pagos de bonos, utilización privilegiada de bienes de la sociedad, gastos y adquisiciones de bienes personales solventados la sociedad, etc; constitución de reservas sin la debida justificación o de reservas ocultas; asignación de empleos privilegiados a familiares y allegados al director; empleo de información privilegiada y reservada para privar de negocios u oportunidades a la empresa, en beneficio propio; licuación de tenencias accionarias a través de la emisión de acciones; utilización de artilugios contables para ocultar ganancias o simular pérdidas frente a los accionistas. En relación a estas maniobras, la literatura específica denomina "tuneleo"⁶ genéricamente a toda maniobra tendiente a desviar

⁵ Utilizaremos la expresión "contabilidad creativa" para referirnos al uso indebido, no ajustado a derecho ni a normas técnicas, de la información contable. Esta forma de "contabilidad creativa" es, en definitiva, una maniobra fraudulenta tendiente a informar erróneamente o a inducir a error a sus destinatarios, en el proceso de toma de decisiones.

⁶ Gran parte de la doctrina utiliza la expresión anglófona "tunneling", a la que siguiendo a otra gran parte de la doctrina utilizaremos en la versión castellanizada de "tuneleo", sin estar absolutamente seguros que tal expresión esté aceptada al menos por el uso doctrinario generalizado, aunque sí utilizada de manera muy extendida en la literatura española específica.

activos de la sociedad a favor de determinado grupo de interés, “a través de túneles contables, financieros, institucionales, impositivos”⁷.

Podemos ver que los elementos necesarios para que se produzcan los problemas de agencia son tres: a) Información privilegiada utilizada en beneficio propio o de un grupo, en desmedro del interés social; b) Medios aptos para realizar actos perjudiciales y c) Oportunidad para hacerlo. La teoría del buen gobierno corporativo, procura evitar o minimizar el acaecimiento de los problemas de agencia, a través de diversos métodos y procedimientos que tienden a garantizar que no existan los elementos que les dan lugar.

En general, las primeras respuestas de la teoría del buen gobierno corporativo tendieron a buscar soluciones basadas en mecanismos de mercado, partiendo del supuesto de que la mejor herramienta para evitar los problemas de agencia es la transparencia (“disclosure”) como medio de echar luz sobre las prácticas societarias, su funcionamiento, estados contables, políticas de remuneraciones, de otorgamiento de empleos, etc. La idea subyacente es que cuanto más transparentes sea el funcionamiento general de la sociedad, mayor será el nivel de confianza que mostrarán los inversores a la hora de elegir los papeles cotizables de la sociedad y tenderán a inclinarse por invertir, ante igualdad de rendimiento probable, en aquellas sociedades que exhiban mayor transparencia y ante igualdad de transparencia, mejores prácticas de gobierno corporativo. Se considera –pues- que los inversores estarán dispuestos a abonar una prima adicional por las acciones de sociedades que hayan empleen buenas prácticas de gobierno societario y exhiban de manera transparente el funcionamiento societario, lo que termina repercutiendo en un aumento del patrimonio neto de parte de la sociedad recipiente de esas primas adicionales por el buen gobierno corporativo, lo que también se traduce en mayor cantidad de fondos disponibles, lo que terminaría abaratando el costo de financiación. Si bien la sociedad obtiene mayores fondos sólo en oportunidad de emisión de acciones y títulos de deuda (debentures, obligaciones negociables, bonos), también

⁷ APREDA, Rodolfo: “CORPORATE GOVERNANCE”, Pág. 380 Ed. La Ley, Buenos Aires, 2007.

esa prima de buen gobierno también incide en la cotización de los títulos en el mercado de valores, lo que confiere dos beneficios: en primer lugar, posiciona mejor a la sociedad en la percepción de los inversores y; en segundo lugar, esa mejor posición permite emitir títulos a mejores precios (no sólo por la prima de buen gobierno sino por la mayor cotización del mercado). Al decir de los autores, en definitiva el (buen) gobierno corporativo se convierte así en una herramienta estratégica de generación de valor (Paz Ares ⁸).

A su vez, se piensa que el mercado de bienes y servicios también premiará a aquellas empresas que adopten estándares de transparencia y autorregulación, puesto que aquellos administradores y controlantes que actúan contrariamente a los intereses sociales o de los accionistas, lo que terminan haciendo en definitiva, es distraer –en beneficio propio– recursos que deberían volcarse a la producción de bienes y servicios, lo que termina quitándole competitividad en el mercado. Es decir, dada la utilización indebida de la estructura societaria en beneficio de los administradores o grupo de control, la misma comienza a tonarse ineficiente en su actividad principal, lo que necesariamente deriva en mayores costos y, consecuentemente, mayores precios. Es decir, se trasladaría al mercado el sobreprecio de la ineficiencia e ineficacia societaria.

3.- LA TEORÍA DEL GOBIERNO CORPORATIVO.

3.1. Ínfima reseña histórica y estado del derecho comparado.

La existencia de los problemas de agencia fueron empíricamente verificados en la mayoría de los países en los que los mercados de capitales están bien desarrollados ⁹. Conforme la literatura especializada,

⁸ PAZ ARES, Cándido: “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, en Revista de Derecho Mercantil N° 251, Enero-Marzo de 2004, Madrid, 2004, pág. 7. El autor sostiene además que, en los mercados emergentes, hay un “valor añadido diferencial” y es que en éstos, “el gobierno corporativo paga más en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados”.

⁹ ARAYA, Miguel C. , en el artículo “Las transformaciones en el derecho societario” (publicado en la página oficial de internet –sitio web– de la Academia Nacional de Derecho de Córdoba , (<http://www.acaderc.org.ar/doctrina/articulos/artlastransformaciones>) informa que en la República

los primeros esbozos surgieron en los países anglosajones, en particular en los Estados Unidos de Norteamérica. Reyes Villamizar ¹⁰ sostiene que *"la concepción moderna de estos principios de organización societaria puede considerarse como una invención norteamericana. ... En 1978 el Instituto Americano de Derecho había iniciado los estudios que condujeron al documento intitulado "Principios de Organización y Estructura Societaria: Compilación y Recomendaciones ("Principles of corporate governance an structure: Restatement and recommendations")"*¹¹. En el año 1992, ve a la luz en Inglaterra el Informe Cadbury. Al respecto se dijo: *"El informe Cadbury anticipa que un código que no imponga deberes cuyo incumplimiento desencadene responsabilidades, ni obligaciones cuya ejecución sea exigible, sino que sólo incorpore meras recomendaciones para que las sociedades se autocontroles, no puede imponer el buen gobierno"*¹². A partir de este Código, se diseminó por Europa toda una oleada de disposiciones de índole paralegal tendientes a lograr el buen gobierno de las sociedades mercantiles, entre los que se pueden mencionar el Informe Olivencia del año 1998 en España. En el año 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), dictó los Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE, a partir del cual se sentaron las bases fundamentales a partir de los cuales se estructuraría todas las bases de la teoría del gobierno corporativo y que fueran revisados en el año 2004. Otro hito relevante en esta breve reseña es el informe brindado Comisión Europea para la Reforma del año 2002 y modernización del derecho societario en Europa, conocido con el nombre de Informe Winter, el que fijó –entre otros tópicos- la necesidad de

Argentina sólo cotizan 88 sociedades en la Bolsa de Buenos Aires, por lo que no cabe considerar al mercado bursátil argentino como desarrollado.

¹⁰ REYES VILLAMIZAR, Francisco: "DERECHO SOCIETARIO EN ESTADOS UNIDOS-INTRODUCCIÓN COMPARADA". Tercera Edición. Editorial Legis, Bogotá, Colombia, 2006. Pág. 207.-

¹¹ Debemos aclarar que pareciera haberse desatado una competencia entre los diversos autores tendientes a averiguar quien encuentra antecedentes de mayor antigüedad, existiendo así, algunos que encuentran principios de buen gobierno corporativo ya por la década de 1930, pero nos limitaremos a analizar los movimientos actuales.

¹² GAGLIARDO, Mariano: "Gobierno corporativo y códigos de buena conducta: reflexiones y perspectivas". Revista de Derecho Privado y Comunitario – Sociedades. 2003-2, Editorial Rubinzal Culzoni, Bs. As. 2003. Pág. 196.-

modernizar y unificar un derecho societario europeo e introdujo la necesidad de la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo. En él se basaron los posteriores informes de la legislación española conocidos como Informe Aldama dictado por la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, del año 2003 y, en el año 2006, el Código unificado o Código Conthe, denominado Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. En Alemania, en el año 2002, se redactó el Código Alemán de Gobierno Corporativo y, posteriormente una nueva ajustada versión se dictó en el año 2006, sobre la base de ajustes practicados al anterior código. En la República Argentina, se dictó en el año 2001 el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (Decreto 677/2001), el que fuera reglamentado luego por la Comisión Nacional de Valores a partir de la Resolución General N° 400/2002. A su vez, la OCDE dictó en el año 2004, el Código Blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina (White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina).

El fenómeno está ampliamente difundido a partir de las recomendaciones de la OCDE, y, podemos citar entre otros casos, el del Reino Unido, que al mencionado Informe Cadbury, siguió el Code of Best Practice, y el Informe Greenbury, para terminar desembocando en el "The Combined Code Principles of Good Governance and Code of Best Practice" (Código combinado de principios de buen gobierno y de buenas -o mejores- prácticas, abreviado usualmente como "The Combined Code"), derivado del Reporte Final del Comité de Gobierno Corporativo y de los Informes Cadbury y Greenbury, de abril de 2002.

En la República Federativa de Brasil, desde septiembre de 1995 existe el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, una entidad no gubernamental cuya misión es la difusión de las buenas prácticas en materia de gobierno societario, quien fue el encargado de dictar el Código Das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC), en el año 1999, el cual va por su tercera versión, luego de modificaciones introducidas en el año 2001 y en el año 2004, con tendencias también hacia la segunda generación de códigos de buen gobierno.

En México, desde junio de 1999 existe un Código de Mejores Prácticas, redactado por el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, del Consejo Coordinador Empresarial, el cual, luego del informe de la OCDE, fue reformado en septiembre de 2006, en lo que se llama primera versión revisada del Código de Mejores Prácticas Corporativas.

En la República de Corea del Sur, en septiembre de 1999 se dictó el Code of Best Practice for Corporate Governance, el cual, responde a lo que llamaríamos códigos de buen gobierno de primera generación.

A lo largo del trabajo iremos analizando diferentes aspectos de cada uno de estos códigos de buen gobierno.

3.2.- A modo de concepto:

Sin pretender esbozar un concepto único y mucho menos definitivo, podríamos decir que la teoría del gobierno corporativo de las sociedades mercantiles procura lograr mecanismos que garanticen una mayor participación de los inversores (individuales e institucionales) en el proceso de toma de decisiones y de control de la gestión societaria, a la vez que también se persigue como objetivo que los administradores actúen conforme a pautas y estándares de buen, leal y diligente hombre de negocios, a fin de brindar mayor transparencia en las prácticas societarias, lo que garantizaría el primer objetivo. En todos los casos, se parte de la idea de que prácticas societarias sanas garantizan mayor predisposición de los inversores a participar en el capital societario, lo que abarata el costo de financiación, y –consecuentemente- tiende a generar mayores beneficios sociales y permite tornar más eficiente la producción de bienes y servicios, lo que también será premiado por el mercado.

La teoría del gobierno corporativo abarca estudios y aportes de diversas ciencias, que participan –todas- de manera interrelacionada. A saber: la ciencia jurídica, las ciencias contables, económicas y de la administración, la sociología, y la psicología. En todos los casos, dentro de cada ciencia, incluso, diversas áreas también tienen su intervención. Se ha dicho, incluso que no sólo abarca problemática legal, sino paralegal

(bursátil, financiera, ética), tanto del derecho societario, como financiero y bursátil.

3.3.- El principal objetivo:

En el Preámbulo de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, se establece que la principal finalidad de los mismos es ayudar a los gobiernos en la tarea de evaluar y perfeccionar los marcos legal, institucional reglamentario aplicables al gobierno corporativo en sus respectivos países, y ofrecer orientación y sugerencias a las Bolsas de valores, los inversores, las sociedades y demás partes que intervienen en el proceso de desarrollo de un modelo de buen gobierno corporativo. También se deja aclarado que el principal objetivos de estos principios son las sociedades con cotización bursátil (oficial, en el texto original), tanto financieras como no financieras, aunque se rescata que podrían constituir un instrumento muy útil para mejorar el gobierno corporativo en sociedades sin cotización oficial, sean privadas o públicas.

Se deja expresamente aclarado que el objetivo final de las recomendaciones es lograr que una sociedad cotizada genere un marco de confianza en los inversores que logre un desarrollo y funcionamiento correcto de una economía de mercado. De esa manera, se sostiene, se reduciría el costo del capital y las empresas utilizarían sus recursos de manera más eficiente, potenciando el crecimiento empresario y económico. En definitiva, parecieran recomendaciones más bien tendientes a reforzar el funcionamiento del sistema capitalista que podría entrar en crisis por los grandes escándalos económico-financieros y contables, con la consecuente pérdida de confianza de los potenciales inversores, lo cual redundaría en graves perjuicios para la sociedad y la macroeconomía en general.

La afirmación anterior se refuerza con el segundo punto del Libro Blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina, cuando se sostiene (también desde la OCDE) que *"El buen gobierno corporativo es una parte crucial del sector privado orientado hacia el crecimiento económico en América Latina"*, sosteniéndose incluso que *"... en la internacionalización*

de los mercados financieros, donde el buen gobierno corporativo es visto como un importante bloque de construcción, para limitar las turbulencias financieras y moderar la volatilidad en el sistema financiero global de hoy día. Un medio transparente de mercado para los flujos internacionales de capital, aumenta la estabilidad y sirve como un sistema de alarma primario y un amortiguador para angustias corporativas y financieras". Más adelante se establece que: "Aparte de su contribución a la reducción de costos de capital, un buen gobierno corporativo da valor agregado a la corporación, al ofrecer mecanismos más eficaces para la creación de negocios competitivos".

Es decir, se parte del concepto de que el buen gobierno corporativo implica un reaseguro del sistema capitalista y sólo en segunda instancia redundaría en beneficio de las demás sociedades comerciales no cotizadas.

3.4. Algunos de los tópicos principales de la teoría del gobierno corporativo.

3.4.1. Autorregulación y transparencia: En todo momento el sistema gira alrededor de la autorregulación y la transparencia. Es decir, el sistema gira alrededor de recomendaciones, sugerencias, planes de acción de carácter no imperativo, sino de adhesión voluntaria al sistema, ya que se parte del supuesto que no deben ser las autoridades reguladoras quienes fijen las pautas de conducta, con sanción de quienes se aparten de ellas, sino que será el mercado, cual fuerza libre (o mano invisible) que media entre la oferta y la demanda, la que obligue a adoptar estos estándares. En efecto, la transparencia de la información contable y societaria, la facilidad de acceso a la misma y determinadas garantías a los accionistas operarán como un factor que facilite la toma de decisiones de inversión en los mercados de valores y, a partir de ello, se busca –como lo señala la OCDE- disminuir el costo del capital por un menor efecto riesgo por la incertidumbre, y así lograr un mejor desempeño económico que redunde en beneficio de los propios inversores. Entonces, no son necesarias las disposiciones externas, sino

que la propia sociedad, dentro del marco legal vigente, puede adoptando prácticas de buen gobierno, será la que autogenera las claves de su éxito económico. De hecho, autores como Paz-Ares ¹³, sostienen que la adopción de principios de buen gobierno corporativo actúa como generador de valor social. En los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, se afirma que *“Los principios tienen un carácter no vinculante, y no pretenden la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales. Más bien, lo que pretenden es identificar objetivos y plantear diversos medios para alcanzarlos.”*

3.4.2. Principio de “Cumpla o Explique”: El principio es consecuencia de sostener el criterios de autorregulación, de manera tal que la adopción de las reglas y principios de buen gobierno corporativo, sea voluntario. Es decir, la propia sociedad decide si adopta o no tales estándares. Si lo hace, cumple con las recomendaciones y, pues, debe aguardar los beneficios que ello importa; si no lo hace, deberá dar las explicaciones pertinentes (a las autoridades de contralor, a los órganos sociales de control, a los accionistas, al mercado de bienes y servicios, al mercado financiero, etc.) las razones por las cuales no se ajusta a las recomendaciones que se hacen. De tal manera, queda claro que no se imponen sanciones a quien no adopte buenas prácticas societarias, sino que será el propio mercado quien juzgue las explicaciones que la sociedad brinde acerca de las razones que la motivan a no hacerlo.

3.4.4. Garantizar el ejercicio de los derechos de los accionistas: Un problema destacado y claramente visible es que uno de los factores por los cuales se deben proteger y garantizar los derechos de los accionistas, es debido a la gran atomización de las participaciones de capital e infinidad de pequeños inversores, que, cada uno, por sí, no tiene capacidad para influir en el proceso de toma de decisiones a través del órgano de gobierno. Por su parte, también es de destacar la participación en el capital accionario de inversores institucionales (tales como Fondos

¹³ Paz-Ares, Cándido: ob citada en nota 6.-

Comunes de Inversión, Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Fondos Fiduciarios, etc.) que no se interesan demasiado en la marcha de los negocios societarios, sino sólo en la conformación de un portafolio que brinde a los inversores individuales la mayor rentabilidad posible, al mínimo riesgo aceptable ¹⁴. De tal manera, que en ambos casos existe el fenómeno denominado como “apatía racional”¹⁵, es decir, la falta de compromiso y participación de los accionistas en las asambleas ¹⁶ como una decisión adoptada de manera consciente, voluntaria y libre en la clara convicción de que su escaso peso significativo (o su falta de identificación con el objeto social en el caso de los inversores institucionales), no influirá de manera decisiva ni gravitante en el proceso de gobierno. De tal manera que, ante ese resultado infructuoso al accionista sólo le cabe ser espectador pasivo de la conducta de los grupos de control o de los allegados al directorio ¹⁷, o bien abstenerse de participar. Sin embargo, esta apatía racional, tiene varios efectos perjudiciales: a) En primer lugar, tiende a ahuyentar a los inversores del mercado bursátil o de capitales societarios extrabursátiles hacia otras opciones donde el riesgo sea menor; b) En segundo lugar, el abstencionismo facilita los desvíos de conducta societaria de los administradores, al saberse menos controlados por el órgano de gobierno; c) la falta de limitación y de participación permite que se

¹⁴ Se dice que los inversores institucionales emplean la denominada “Regla de Wall Street”, en virtud de la cual estos inversores, si la inversión es rentable, permanecerá y si no lo fuera, se retirará enajenando sus acciones, con prescindencia de cual sea la forma de organización y de gobierno societarios adoptados. En la terminología española se llama a esta conducta: “votar con los pies”, es decir, la posibilidad de emprender la retirada cuando las condiciones de rentabilidad no fueren las óptimas.

¹⁵ MARTINEZ, Juan J.: “Entiendo la Reforma del Estado a Través del Problema de Agencia” Berkeley Program in Law & Economics. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers(University of California, Berkeley) Year 2005 Paper 11. <http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/11>. En este trabajo se analiza profundamente el fenómeno de la Apatía Racional. A partir de éste, se ha dicho que Suele afirmarse que el problema de la “apatía racional” es el fenómeno en virtud del cual un sujeto decide no actuar o no involucrarse en una situación determinada, impulsado (o, más bien, detenido) por una evaluación racional de costo-beneficio que realiza. Según esta evaluación racional, el beneficio del involucramiento es inexistente o nulo, frente a costos relativamente elevados que le imponen el obrar positivamente. (FUSHIMI, Jorge Fernando; RODRIGUEZ PARDINA, José María: “Estrategias para lograr la participación de los accionistas en la asamblea (¿Se puede vencer la “apatía racional”?)”. En el Libro de Ponencias del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo IV, pág. 431.-)

¹⁶ O Juntas, para utilizar terminología de otros países de habla hispana.

¹⁷ O Consejo de Administración, para continuar empleando la terminología de otros países de habla hispana.

destinen menores utilidades a manera de dividendos, lo que nuevamente refuerza la falta de interés en la inversión bursátil; d) finalmente, la pregunta final y más grave de todas, consiste en preguntarnos si realmente vale la pena la existencia de las Asambleas.

Atento a este grave problema, la teoría del gobierno corporativo esboza una serie de respuestas para consolidar el funcionamiento de los órganos de gobierno y reforzar los derechos de los accionistas como verdaderos propietarios del capital social, a la vez que se busca un trato igualitario (o equitativo), procurando evitar así los problemas de agencia e incentivando una mayor participación social de los accionistas.

3.4.5. Garantizar información societaria y contable útil, transparente y confiable.

Uno de los grandes aportes de la teoría del gobierno corporativo es la revitalización del rol de la contabilidad y de la auditoría. Se advierte que la utilización de mecanismos de "tuneleo" contable o "contabilidad creativa" ha permitido y permite maniobras tendiente a desbaratar los derechos de los accionistas, de los acreedores y la comunidad en general, en beneficio del grupo de control, o de los administradores. En tal sentido, se considera fundamental no sólo garantizar un sistema de información contable que reúna los requisitos de veracidad, objetividad, actualidad, certidumbre, esencialidad, verificabilidad, precisión y confiabilidad; a la vez que debe ser accesible, clara y oportuna ¹⁸.

Además, se prevé como necesaria la auditoría de los estados contables como garantía dada por un profesional independiente y capacitado, de que la información contable refleja razonablemente la situación patrimonial, los resultados, la evolución del patrimonio neto y el origen y aplicación de fondo, de la sociedad auditada. En tal sentido, la teoría del gobierno corporativo incorpora dos dimensiones del problema: a) La necesidad de contar con un servicio externo de auditoría absolutamente independiente y que no esté vinculado a la sociedad

¹⁸ Algunos de los requisitos exigidos para la información contable, conformes las disposiciones de la Resolución Técnica N° 10 "Normas contables profesionales" dictada por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas.

auditada por ningún interés; b) Garantizar la existencia de un “comité de auditoría” en el seno del directorio compuesto –en la medida de las posibilidades- por mayoría de directores (o consejeros) independientes.

3.4.6. Reestructurar el directorio; aumentar sus responsabilidades y obligaciones hacia la sociedad e incentivar las prácticas de transparencia.

El mayor esfuerzo de la teoría del gobierno corporativo está puesto en la composición y funcionamiento del órgano de administración de la sociedad. Se supone que son ellos quienes cuentan con los medios, la oportunidad y los recursos necesarios para actuar en beneficio del ente y de los accionistas, o bien, a favor propio o del grupo de control. De allí que se aplique la regla que sostiene que “a mayor poder, mayor responsabilidad”. En tal sentido los ángulos desde los que se ha trabajado con el órgano de administración son varios, a saber:

3.4.6.1. Reestructuración a través de la creación de un órgano colegiado, con la obligatoria incorporación de suficientes directores o consejeros independientes ¹⁹. Uno de los ejemplos es el caso de la legislación española que incorpora las categorías de Administradores Ejecutivos (“insiders”) o Administradores No Ejecutivos (“outsiders”) y, dentro de éstos, podrán ser “Administradores No Ejecutivos Dominicales” o “Administradores No Ejecutivos Independientes” ²⁰. Se espera que aquellos Administradores No

¹⁹ Esta es una necesidad imperiosa en los sistemas “monistas” de gobierno corporativo, por cuanto no existe un órgano que se encargue de la fiscalización interna societaria. En nuestro sistema legal “dualista”, el sistema de elección de la sindicatura permite la posibilidad de que éstos sean verdaderamente independientes, sin perjuicio de las normas legales que así lo exigen. En el Consejo de Vigilancia de la legislación argentina, en cambio, no hay exigencias de independencia, ni hay posibilidades de que las minorías puedan elegir a sus integrantes, sin perjuicio de adoptarse estatutariamente algún mecanismo que así lo garantice. En el Consejo de Vigilancia del sistema “dualista” alemán, a la vez que se consagra (en el Código Alemán de Gobierno Corporativo), el voto uninominal para la elección de sus integrantes, también se integra con representantes de los trabajadores (implicación de los trabajadores), lo que de alguna manera garantiza una mayor independencia que el nuestro.

²⁰ En los Consejeros ejecutivos (o interno o insiders) recae la gestión ordinaria de los negocios sociales, similar a lo que llamamos “comité ejecutivo” en el art. 269 LSC; Los Consejeros no ejecutivos o externos (outsiders), no tienen funciones ejecutivas. Dentro de éstos últimos, tenemos dos subcategorías: “Consejeros No Ejecutivos dominicales o significativos”, es decir que tienen vinculación con la mayoría, o con el grupo de control o con los administradores ejecutivos; y “Consejeros No Ejecutivos

Ejecutivos actúen como controladores o fiscalizadores de la gestión de los Administradores Ejecutivos y, a su vez, sean quienes integren el Comité de Auditoría del directorio, el que deberían tener participación preponderante los Administradores No Ejecutivos Independientes. Puede advertirse claramente la diferencia existente con las sociedades que adoptan el sistema dualista, en el cual la incompatibilidad legal existente para participar en el órgano de administración y en el fiscalización en forma simultánea, tiende a evitar la existencia de esta clase de directorios, que, evidentemente, tiende a aumentar en el número de sus componentes.

3.4.6.2. Establecimiento de un sistema transparente de remuneración a los directores. Una de las maniobras más clásicas en las que se manifiestan los problemas de agencia es en las políticas de retribución a los administradores sociales. Existe una natural tentación a obtener la mayor retribución posible por cada director, lo que redundaría necesariamente en un perjuicio en el derecho al dividendo del accionista. En tal sentido, se establece que deben existir políticas claras de retribución que garantice a los administradores una justa retribución en relación a la dedicación y a los resultados obtenidos, pero que no importen (individual o colectivamente) un despojo al derecho al dividendo de los accionistas²¹.

3.4.6.3. Incremento de los deberes de lealtad, diligencia, reserva, y de abstención en los casos de conflictos de intereses. A las tradicionales normas que fijan el estándar del buen hombre de negocios previsto en el artículo 59 de la Ley de Sociedades Comerciales de la República Argentina, se han sumado exigencias adicionales. Por caso,

Independientes” quienes no tienen ninguna vinculación con intereses societarios determinados ni se identifican con determinados accionistas en particular.

²¹ RICHARD, Efraín Hugo, en “DERECHOS PATRIMONIALES DE LOS ACCIONISTAS EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS”, Editorial Lerner, Córdoba, 1970, detalla exactamente en qué consiste el Derecho al Dividendo del Accionista.

Paz-Ares ²² propone una reforma a la Ley de Sociedades Anónimas Española que, al clásico deber de lealtad y diligencia (aunque cambiándolo por las expresiones: “diligencia de un ordenado empresario” y “lealtad de un buen representante”, se regule qué implica el deber de diligencia, limite cual es el ámbito de actuación discrecional del administrador.

El Decreto 677/2001 vigente en la República Argentina, en su artículo 7º, impone el deber de reserva a los administradores (y otros sujetos con responsabilidad societaria), a través del cual se procura que los mismos no hagan pública o difundan información reservada de la sociedad (o en especial sobre transacciones con títulos negociables con oferta pública) y se abstengan de negociar hasta tanto la información haya tomado carácter público por los canales formales y conforme a derecho. A su vez, el Artículo 9º del referido Decreto 677/2001 impone a los administradores el deber de información. Mediante esta obligación se pretende que los representantes y todo otro sujeto de investigación por parte de la Comisión Nacional de Valores, preste la colaboración debida y brinde toda la información requerida por éste organismo.

Obligación de brindar trato justo y equitativo a todos los accionistas. Se consagra una especie de principio de “pars conditio” entre todos los accionistas. Son los administradores los encargados de garantizar que todos los accionistas reciban igualdad de trato en todo sentido, y que todos tengan igualdad de oportunidad de participar en las decisiones y en los beneficios sociales.

3.5.- Virtudes de la teoría del gobierno corporativo .

Son varias las virtudes de la teoría del gobierno corporativo. La detección empírica y la creación de toda una teoría acerca de los problemas de agencia, ha permitido determinar cuales son las principales causas por las cuales los mercados bursátiles no se desarrollan lo suficiente y no generan interés masivo en los pequeños inversores con

²² PAZ-ARES, Cándido: “RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y GOBIERNO CORPORATIVO”, ob. publicada por el Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid 2007.

capacidad para disponer de sumas no significativas de ahorro, pero que bajo la forma de ahorro agregado (es decir, la sumatoria de todos esos pequeños ahorros) podría implicar una importante inyección de fondos que irían directamente a financiar emprendimientos privados, en vez de utilizar la vía indirecta del sistema financiero. Desde este punto de vista, comprender los abusos usuales, las maniobras de "tuneleo" contable, las distracciones de ganancias a favor del pago de honorarios al directorio o de las personas allegadas, la constitución de reservas fuera del alcance de la determinación del órgano de gobierno, ha permitido también crear mecanismos de protección de los derechos de los accionistas.

Otra gran virtud ha sido la de detectar el fenómeno de la "apatía racional" respecto de la participación de los accionistas, y de esbozar mecanismos alternativos y que, en muchos casos se valen de los recursos tecnológicos y de las comunicaciones, para disminuir el abstencionismo y lograr un mayor compromiso societario.

También destacamos como un mérito el reforzamiento de la necesidad de contar con un sistema de información contable, veraz, transparente, oportuno y útil, lo que ha permitido en algunos países, el desarrollo de un verdadero "derecho contable"; a la vez que se ha determinado la necesidad de contar con auditorías profesionales e independientes de manera institucionalizada que garanticen la confiabilidad de la información brindada. Se podría decir que en todo el derecho continental europeo existe un derecho de la contabilidad y la auditoría empresarias, asignatura aún pendiente en nuestro sistema de derecho comercial.

Finalmente, también puede mencionarse como una virtud es la necesidad de contar con parámetros que permitan medir tanto la eficiencia como la eficacia de la gestión empresarial llevada adelante por los directores, tanto sea a partir de la contabilidad, como a través de los diversos mecanismos de publicidad y participación cuyo desarrollo procura toda la teoría.

4.- LOS ERRORES SUBYACENTES EN LA TEORÍA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO QUE SON FACTORES CONCOMITANTES EN LA CRISIS ECONÓMICO FINANCIERA ACTUAL:

4.1. En relación a la concepción del mercado como mercado de competencia perfecta.

El mercado de competencia perfecta, como tal, en sentido, puro, no existe. El Premio Nóbel en Economía, Paul A. Samuelson ²³ sostiene que el mercado no es tan perfecto como se cree, ni la competencia es tan libre como se piensa. De hecho, el mercado de competencia perfecta parte de determinadas premisas que son rígidas y que vale la pena refrescar:

- a) Existen suficientes agentes (oferentes y demandantes) que permiten que el mercado sea amplio;
- b) Ningún agente, por sí, tiene la capacidad de influir en el mercado, ni en los precios de la economía.
- c) Todos los agentes del mercado están perfectamente informados y actúan racionalmente.
- d) Existe libertad absoluta para ingresar o salir del mercado;
- e) Los mercados son perfectamente competitivos;

²³ SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D.: ECONOMÍA, 14ª Edición, Ed. Mac. Graw Hill, Madrid, 1993.- Pág. 49. Además, aclara que: "... el mercado no siempre se comporta de acuerdo con este ideal perfecto; en las economías de mercado hay monopolios, contaminación, desempleo e inflación, y la distribución de la renta de las sociedades basadas en un sistema puro de laissez-faire a veces se considera poco equitativa. Ante estos fallos del mecanismo del mercado, las democracias introducen la mano visible del estado junto a la mano invisible de los mercados". Y también: EMBID IRUJO, José Miguel: "Hacia la Configuración Jurídica del Mercado (Apuntes sobre las relaciones entre mercado y derecho)" en ENSAYOS DE DERECHO EMPRESARIO; RICHARD, Efraín Hugo (Director), Ed. Advocatus, Córdoba 2006, pág. 15.- Aclara el economista: "Adam Smith descubrió una notable propiedad de las economías de mercado competitivas: en condiciones de competencia perfecta sin fallos del mercado, los mercados extraen de los recursos existentes el mayor número posible de bienes y servicios útiles. Pero en los casos en los que los monopolios, la contaminación u otros fallos semejantes del mercado se generalizan, pueden quedar destruidas las notables propiedades de eficiencia de la mano invisible" y que frente a esto, debe intervenir la "mano visible" del estado para corregir estas deficiencias del mercado y de Embid Irujo quien señala "Una visión medianamente cuidadosa de la historia nos permite apreciar, sin embargo, la falsedad de la premisa que se acaba de exponer. Como reconocen los economistas más entusiastas del sistema de economía de mercado, todos los mercados que existen [...] son mercados regulados. Y es que la idea de un mercado carente de regulación es tan absurda como la existencia de un deporte sin reglas"

- f) Los mercados asignan eficientemente los recursos por lo que la economía siempre se encuentra en su frontera de posibilidades de producción.
- g) Los mercados producen de manera eficiente, la cantidad de productos que el mercado necesita y utilizando eficientemente los factores de la producción.

Estos conceptos que son rígidos, inamovibles y esencialmente necesarios para el análisis matemático²⁴, no existen en la realidad y parten, además, de la existencia de sólo dos actores que interactúan en el mercado: los oferentes y los demandantes. Sólo en estas condiciones, y dado ese marco teórico que debe permanecer inamovible, se puede hablar del comportamiento de la oferta y la demanda. Decimos esto, porque la teoría económica, ya a partir de John Maynard Keynes y de Karl Marx reconoció que es insoslayable la consideración en cualquier análisis de mercado, el reconocimiento del estado como principal demandante de bienes y servicios que, por su capacidad de imponer normas y el volumen de dinero que maneja, tiende a alterar cualquier análisis que parta del supuesto de la existencia de un mercado.

Ahora bien, la teoría económica clásica agregaba entonces un supuesto adicional y era que el estado debía abstenerse de intervenir en el mercado, ya que éste tendía a autorregularse y llegar a una situación de equilibrio a través de la "mano invisible" del mercado y que su rol debía limitarse a fijar reglas que impidan que los agentes de la economía se salgan de los preceptos rígidos que supone el mercado de competencia perfecta.

Durante años se ha enseñado en nuestras universidades que el mejor ejemplo de mercados de competencia perfecta, son los mercados bursátiles, ya que allí convergen oferentes y demandantes en condiciones de igualdad, con iguales conocimientos e iguales oportunidades y son ellos los que deciden por el alza o baja del valor de las acciones y demás títulos cotizables. Esto, sin embargo, es un error: en efecto, en los mercados de valores intervienen agentes informados y no informados, grandes y pequeños y hay algunos que tienen la posibilidad de influir

²⁴ Los economistas llaman a esta condición "ceteris paribus", donde para realizar un análisis de dos o tres variables, se mantienen constantes todas las demás. Entre ellas, las enumeradas precedentemente.

decisivamente en los valores de cotización sólo en provecho propio, particularmente en pequeños mercados con bajos volúmenes de transacciones²⁵. Por lo que debemos reconocer que el pensar que los mercados de valores son ejemplos de la economía de libre competencia, es, cuanto menos, un error.

Por otra parte, además, no es cierto que las empresas necesariamente se financian a través de las bolsas. De hecho sólo lo hacen frente a una emisión de acciones, debentures, obligaciones negociables o bonos, pero, de no ser así, los papeles comerciales son objeto de transacciones entre inversores. Es decir, cuando no se trata de emisión de acciones, los adquirentes sólo tratan de disponer de títulos por un lapso razonable según a sus expectativas y la conformación de su portafolio de inversiones y están dispuestos a vender tan rápido como sea posible si la rentabilidad esperada no supera el mínimo necesario para garantizar el óptimo rendimiento del portafolios (o menú de inversiones). De allí que, apropiadamente, los juristas españoles hagan permanente referencia a la "regla de Wall Street" de "votar con los pies". A esos inversores, es necesario incentivarlos para que permanezcan como accionistas de la sociedad, y, dada su apatía a participar en el proceso de control societario y de toma de decisiones en las asambleas (o juntas generales), la única forma posible de hacerlo es a través de crecientes valores de la acción.

Muy pocos son los pequeños accionistas inversores que permanecen leales a una sociedad emisora sólo por identificación con ella, con sus productos o sus objetivos sociales, y quizá éstos pocos son los que más resultan afectados por las fallas en el sistema de gobierno corporativo.

²⁵ Un ejemplo sencillo, nos permite suponer que si en un mercado bursátil se realizan transacciones diarias por –digamos- \$ 100.000.000, un agente del mercado podría con una suma relativamente importante, quizá un 30% de esa cantidad (de por sí ínfima), influir en la cotización de un puñado de títulos durante uno o dos días, demandándolos. Ello llevaría a la cotización de una acción a aumentar dentro del límite que permite el propio Mercado de Valores antes de suspender su negociación. Frente a esta relativa suba, los agentes menos informados, por efecto demostración, se verían tentados a adquirir esos títulos, lo que retroalimentaría la suba. Frente a esa suba intencionada y artificial, el agente podría salir a vender esos títulos al mayor valor posible, con lo que maximizaría su ganancia. Si bien existen salvaguardas para evitar estas maniobras, las mismas son perfectamente posibles de realizar, aún cuando su legalidad sea dudosa.-

En medio de esta situación, las normas de gobierno corporativo de primera generación, implicaron continuar pensando en términos de la existencia de un mercado de competencia perfecta, donde no es necesario intervenir, sino que sólo se deben fijar recomendaciones y sugerencias de buenas prácticas. De allí la necesidad de que los códigos de buen gobierno fueran de naturaleza extra legal y dictadas por organismos paraestatales. Asimismo, ello explica, la idea de pensar que con transparencia, buenas prácticas y autorregulación, se podría lograr que los inversores confíen más, inviertan en aquellas empresas que adopten sanas políticas de gobierno corporativo, lo que reduciría el costo de su capital y, consecuentemente, reduciría el costo de producción, lo que redundaría en menores precios de bienes y servicios, lo que también sería recompensado por el mercado de bienes y servicios. Ello llevaría a un círculo virtuoso de generación de riqueza que llevaría a que las empresas se desarrollen más y mejor, tributen más, y se derrame la riqueza a otros sectores, aumentando así el desarrollo económico y el bienestar general. En definitiva, eso es lo que plantea la Organización para el Comercio y el Desarrollo Económico (OCDE), conforme lo fuimos leyendo más arriba tanto en lo referente al "White paper" como en sus "recomendaciones".- Paz-Ares sostiene, en un renombrado artículo ²⁶ que la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo es una estrategia apta para la creación de valor, y que empíricamente se demuestra que aquellas empresas que adoptaron y adhirieron a la teoría del gobierno corporativo, lograron los más altos rendimientos. Creemos que estas afirmaciones incurren en lo que solemos denominar "falacia ex post"²⁷ y tienden a hacernos pensar que el desarrollo económico y de los mercados financieros y bursátiles pasa sólo por la adopción de la teoría del gobierno corporativo.

²⁶ PAZ-ARES, Cándido. "El gobierno corporativo...." Ob. cit.

²⁷ Suele denominarse así al proceso de formación del conocimiento que, partiendo de un hecho que acaece primero y otro posterior, se le atribuye al primero ser la causa del segundo. Así, si uno apreciara que chocaran dos autos rojos, y posteriormente nevara, bien podría atribuirse como causa de la nevada a la colisión de dos autos rojos. Yendo a un análisis más complejo, posiblemente pueda darse también que las empresa que normalmente tienen mayores rendimientos y demuestren mayor valor, sean quienes adopten formalmente (no en lo sustancial) prácticas de buen gobierno, quizá por razones de técnicas de mercadeo (para no decir marketing) o publicitarias. Ello no podría llevarnos a concluir que la adopción de los principios del gobierno corporativo genere valor.

Las crisis empresarias que describíamos al inicio de este punto, y sólo fueron algunas de las más conocidas, pusieron en crisis estas teorías (que ya habían sido puestas en crisis para macromercados como las economías nacionales). Un reconocido jurista español –Andrés Recalde Castells²⁸ - luego de la experiencia de los antecedentes del Código Olivencia y el Informe Aldama (aunque antes del Código Unificado o Código Conthe), hace una crítica a la aplicación de la teoría en España, que intitula: *"La experiencia española en la instauración del reglas de "buen gobierno" en las sociedades anónimas: un balance decepcionante"* , el cual, además de contar con un elocuente título, en definitiva plantea que no se han logrado todos los objetivos que se plantea la teoría del gobierno corporativo.

En este contexto, el gobierno federal de los Estados Unidos de Norteamérica, se vio forzado a dictar una severa ley, la Ley Sarbanes Oxley del año 2002, que implicó una evolución de la teoría del gobierno corporativo hacia lo que se han dado en llamar códigos de buen gobierno de segunda generación. Ya no existen meras sugerencias o aplicación del principio "cumpla o explique", sino una serie de pautas imperativas dictadas por el Congreso Estadounidense que imponen rígidos deberes y obligaciones a los directores sociales y que prevé un cuerpo normativo sancionatorio como ya explicáramos más arriba.

No obstante ello, ni siquiera una ley como la Sarbanes Oxley fue capaz de evitar que las prácticas poco claras, las maniobras de tuneleo contable, y la falta de apego a normas éticas desemboquen en una nueva crisis económico – financiera. De allí que concluyamos que la existencia de un sistema de autorregulación con un sistema penal represivo severo detrás, no es suficiente para evitar las crisis económicas y las burbujas financieras, sino que es necesaria una intervención activa del estado para prevenirlas.

²⁸ RECALDE CASTELLS, Andrés: "La experiencia española en la instauración del reglas de "buen gobierno" en las sociedades anónimas: un balance decepcionante". En la obra colectiva "SOCIEDADES COMERCIALES. LOS ADMINISTRADORES Y LOS SOCIOS. GOBIERNO CORPORATIVO". Embid Irujo, José, M.; Vítolo, Daniel Roque, directores. Ed. Rubinzal Culzoni Editores. Bs. As. 2004.

4.2.- En relación al sistema de información contable.

Una de las asignaturas pendientes de cualquier posible reforma societaria, debería contemplar una importante modificación del sistema de información contable.

La cuestión principal de fondo está en la confrontación existente entre dos modelos contables sobre los cuales deberá decidirse. Esto que pareciera ser una mera discusión profesional, en rigor oculta una contienda jurídica de enorme envergadura y trascendencia. Por una parte, el modelo de "imagen segura" sostenido principalmente a partir de la Ley de Sociedades Anónimas alemana de 1937 que establecía la aplicación a ultranza del criterio de prudencia y utilización del criterio de valuación de costo histórico, tiende a generar reservas ocultas. La finalidad perseguida por esta concepción es la de garantizar a los socios o accionistas y a los acreedores que las utilidades que se distribuyan tengan su correlato en recursos efectivamente disponibles en la sociedad. Pero, a su vez, esto hace que el valor de cotización de las acciones o participaciones sea inferior al real, aunque dichos valores tienden a ser mucho más estables y perdurables en el tiempo, pero da a los administradores un margen de actuación discrecional preocupante, ya que las reservas ocultas (u ocultadas) pueden ocasionar graves problemas de agencia . Por otra parte, expone a la empresa a la posibilidad de una oferta pública de adquisición (OPA) hostil por parte de quien se muestre interesado en pagar ese valor contable inferior. A su vez, al socio que se retira no se le garantiza un real valor de su acción, sino que el mismo estará siempre devaluado.

En contrapartida, el modelo de "imagen fiel" sustentado por Inglaterra y Estados Unidos, y también sostenido a través de las Normas Internacionales Contables de la Internacional Accounting Standards Committee, fijan valores más elevados de ganancias, perfectamente compatibles con los valores reales de los bienes y de los pasivos exhibidos. Este paradigma se desapega de la distribución de utilidades, ya que apunta a exhibir un patrimonio neto a valor real, lo que repercute en un necesario mayor valor de las acciones y participaciones sociales.

Este valor real más elevado protege a todos los socios que se retiren de la sociedad con reintegro del valor de su participación, a la vez que ampara a la sociedad de OPAs hostiles. Sin embargo, implica la asunción de un riesgo más elevado, ya que no existe demasiado apego al concepto de prudencia y valor histórico, por lo que el valor de cotización es mucho más volátil. Esta maniobra tampoco está exenta de la discrecionalidad de los administradores que, conforme experiencias recientes, utilizan criterios de la "contabilidad creativa" o "contabilidad no tradicional" para lograr exhibir valores cada vez más elevados de patrimonio y sostener o exagerar el valor de la acción.

Es decir, ambos métodos tienen ventajas y desventajas y ambos se prestan para ser instrumentos del fraude, por lo que no caben elucubraciones apriorísticas.

La cuestión no es menor, ya que existen numerosos tópicos por tratar, tales como la necesidad de contar con ratios y coeficientes, la necesidad de tratar más detalladamente sobre las reservas (como lo hace la legislación brasileña) y de garantizar una mejor y más transparente información para los accionistas e inversores.

4.3. En relación a la constitución de Reservas Ocultas:

Las reservas ocultas²⁹ son importes que se retienen de las ganancias, como casi toda reserva, sólo que se realizan a través de la utilización de diversos métodos de contabilidad (métodos de registración contable, métodos de valuación y métodos de toma de inventario) que pueden influir directamente en el monto final de la ganancia y cuya utilización no puede ser impugnada legalmente por responder a criterios de contabilización sobre los cuales el órgano de fiscalización ni el de gobierno tienen la menor injerencia, salvo que se acredite dolo. Fourcade las define como "aquellas que corresponden a plusvalías del activo que no han sido registradas contablemente o a subvaluaciones de bienes" y las divide entre voluntarias e involuntarias.

²⁹ FUSHIMI, Jorge Fernando: "Las Reservas Ocultas", Publicación del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo II, pág. 165, Ed. Advocatus, Córdoba, 2007. Al respecto, una extensa ponencia sobre la cuestión.

Existen muchas clases de reservas ocultas que se generan, en la mayoría de los casos por la adopción del criterio de prudencia en materia contable, y en otros casos, directamente como una forma de perjudicar a los socios, pero, no puede emitirse un juicio a priori respecto de su validez legal o no (como lo hace por ejemplo Grispo ³⁰), puesto que se debe estar a las constancias y circunstancias de cada caso.

La cuestión no ha sido tratada en nuestra legislación societaria, por ello se impone buscar un criterio en la doctrina y en el derecho comparado. En la doctrina nacional, hay diversas posiciones como la de Grispo que se transcribiera más arriba y quien se inclina directamente por su consideración como ilegales, mientras que Dasso ³¹ pareciera inclinarse por la calificación de ilegalidad sólo en la medida que se afecte el derecho del socio o accionista a recibir el real valor de su participación social o en las hipótesis de fraude. Fourcade ³², por su parte, se inclina por su corrección a través de los revalúos técnicos con el correspondiente aumento del valor de los bienes subvaluados a su valor real, con el consiguiente correlato en el patrimonio neto, es decir, por su exteriorización. Fernández del Pozo, desde la doctrina internacional, se expide también de manera negativa, sosteniendo que las reservas o son expresas o no son reservas y, si se están ocultando de alguna manera recursos o ganancias, ello atenta en contra del principio de imagen fiel que deben reflejar los estados contables, por lo que, con fundamento en disposiciones legales españolas, las mismas deben ser tildadas de ilegales.

³⁰ GRISPO, Jorge D. “La Problemática de las Reservas en la Ley de Sociedades.” L.L. T.2004-F, Sec. Doctrina, Pág. 1281. El autor, directamente las califica de ilegales “por violar el derecho de los socios a la percepción de dividendos”.-|

³¹ DASSO, Ariel A. “Valuación de las acciones en el receso del accionista” Doctrina Societaria y Concursal Errepar, Tomo XII, agosto 2000: “Las reservas ocultas por vía de amortizaciones notoriamente excesivas respecto de la devaluación de los bienes en virtud del uso o por el transcurso del tiempo, la diferencia entre el valor contable y el real de distintos integrantes de activos inmuebles o bienes de uso, ya sea por su ubicación, creación de medios de comunicación, la consignación del valor de los bienes inmateriales por su costo, aun con indicación de sus amortizaciones acumuladas [art. 63, inc. 1 f)] y, en general, un fenómeno de composición de activos subvaluados llevan a un resultado nunca desmentido de valuaciones absolutamente separadas del valor real”

³² FOURCADE, Antonio D: “EL PATRIMONIO NETO EN LAS SOCIEDADES COMERCIALES”, Ed. Osmar D. Buyatti, Bs.As. 1998, pág. 108.-

El Código Suizo de las Obligaciones, en su artículo 669, incisos 3 y 4 se expide por la validez de estas reservas ocultas o latentes, cuando afirma: *“Se permiten reservas ocultas (o latentes) adicionales en la medida que su cuantía resulte justificada para asegurar, de una manera estable, el crecimiento del negocio o el reparto constante de dividendos, siempre que sea en interés de los accionistas”* .-

La tensión entre legalidad e ilegalidad de la utilización de las reservas legales, puede advertirse en el Informe del Grupo de Trabajo Intergubernamental de Expertos en Normas Internacionales de Contabilidad y Presentación de Informes, de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en su 14º periodo de sesiones celebrado en el Palacio de las Naciones, Ginebra, del 1º al 5 de julio de 1996, donde claramente se fijó la posición de Alemania a favor de la constitución de reservas ocultas, confrontando abiertamente con el modelo de imagen fiel propuesto principalmente por la delegación británica y otros países. En este sentido, la posición alemana está mucho más inclinada al concepto de “imagen segura” contenida en su ley de sociedades anónimas de 1937, pese a los cambios introducidos en 1965.

Nuestra posición al respecto es que el concepto de legalidad o ilegalidad no puede ser tomado a priori, y, coincidimos con el concepto del Código Suizo de las Obligaciones, que implicaría la adopción del mismo criterio de Dasso: la ilegalidad debe determinarse cuando realmente se afecten derechos de los accionistas, de terceros o exista fraude.

La cuestión de fondo está en la confrontación existente entre dos modelos contables. Esto que pareciera ser una mera discusión profesional, en rigor oculta una contienda jurídica de enorme envergadura y trascendencia. Por una parte, el modelo de “imagen segura” sostenido principalmente a partir de la Ley de Sociedades Anónimas alemana de 1937 que establecía la aplicación a ultranza del criterio de prudencia y utilización del criterio de valuación de costo histórico, tiende a generar reservas ocultas. La finalidad perseguida por esta concepción es la de garantizar a los socios o accionistas y a los

acreedores que las utilidades que se distribuyan tengan su correlato en recursos efectivamente disponibles en la sociedad. Pero, a su vez, esto hace que el valor de cotización de las acciones o participaciones sea inferior al real, aunque dichos valores tienden a ser mucho más estables y perdurables en el tiempo, pero da a los administradores un margen de actuación discrecional preocupante, ya que las reservas ocultas (u ocultadas) pueden ocasionar graves problemas de agencia . Por otra parte, expone a la empresa a la posibilidad de una oferta pública de adquisición (OPA) hostil por parte de quien se muestre interesado en pagar ese valor contable inferior. A su vez, al socio que se retira no se le garantiza un real valor de su acción, sino que el mismo estará siempre devaluado.

En contrapartida, el modelo de "imagen fiel" sustentado por Inglaterra y Estados Unidos, y también sostenido a través de las Normas Internacionales Contables de la Internacional Accounting Standards Committee, fijan valores más elevados de ganancias, perfectamente compatibles con los valores reales de los bienes y de los pasivos exhibidos. Este paradigma se desapega de la distribución de utilidades, ya que apunta a exhibir un patrimonio neto a valor real, lo que repercute en un necesario mayor valor de las acciones y participaciones sociales. Este valor real más elevado protege a todos los socios que se retiren de la sociedad con reintegro del valor de su participación, a la vez que ampara a la sociedad de OPAs hostiles. Sin embargo, implica la asunción de un riesgo más elevado, ya que no existe demasiado apego al concepto de prudencia y valor histórico, por lo que el valor de cotización es mucho más volátil. Esta maniobra tampoco está exenta de la discrecionalidad de los administradores que, conforme experiencias recientes, utilizan criterios de la "contabilidad creativa" o "contabilidad no tradicional" para lograr exhibir valores cada vez más elevados de patrimonio y sostener o exagerar el valor de la acción.

Lo que desnudó la "crisis subprime" y el efecto arrastre producido en muchas sociedades cotizadas y entidades financieras, es que la exacerbación de la necesidad de mostrar el máximo valor posible de las

acciones, y la falta de adopción de criterios de prudencia, llevaron a que el sistema contable trate de demostrar altos valores de los activos, y altas utilidades que no se condicen con el valor real de la empresa, por lo que el efecto resultante es que, en algún momento la realidad se impondría y esos altos valores tenderían a volver a la realidad.

4.4. La cuestión de la retribución a los administradores societarios.

Como consecuencia directa de la idea subyacente de la teoría del Gobierno Corporativo de las Sociedades Mercantiles, se estableció un sistema de remuneración a los administradores societarios conocido como "stock option". Mediante esta metodología, que es especialmente dañosa en las sociedades que no poseen capital social y acciones sin valor nominal, el administrador recibe dentro del paquete de sus remuneraciones, acciones de la sociedad. Sin embargo no son entregadas en el momento de pago de los honorarios o retribuciones, sino que –en rigor- se le extiende una opción para que éste decida en qué momento ha de ejercer la opción de hacerse de las acciones o de venderlas en el mercado. En este sentido resulta de mucha claridad la explicación del Premio Nóbel en Economía Joseph Stiglitz ³³, quien fue el primero en criticar el sistema –al menos públicamente a través de una obra de divulgación científica- para comprender su funcionamiento.

El sistema procura incentivar al ejecutivo societario para que realice su mejor esfuerzo para elevar el valor de las acciones, no sólo en interés de los accionistas, sino también en interés propio.

³³ STIGLITZ, Joseph. LOS FELICES 90. La Semilla de la Destrucción. La Década más Próspera de la Historia como Causa de la Crisis Económica Actual. Editorial Taurus, Madrid. 2003.- Pág. 160. *“Cuando los ejecutivos (u otros empleados) reciben stock options, eso significa que una empresa se compromete para emitir nuevas acciones, diluyendo así el valor de las acciones ya existentes. Planteémos un caso en el que existe un millón de acciones de una empresa en el mercado y cada una de ellas vale 30 dólares; esto significaría que el valor de la empresa (o de su “capitalización en el mercado”) asciende a 30 millones de dólares. Si los ejecutivos de la empresa reciben, digamos, un millón de acciones adicionales gratis, entonces los viejos accionistas tendrán que compartir la riqueza de la empresa –y sus ganancias futuras- con estos accionistas “nuevos”, y el valor de cada acción caerá a 15 dólares. Así, pues, los accionistas efectivamente pagan 15 millones de dólares a sus ejecutivos... no directamente de su bolsillo, sino a través de la disminución en el valor de sus acciones”.*

Sin embargo, el sistema tiene muchos puntos criticables. En primer lugar, porque está en manos del administrador societario la elección del momento en que enajenará sus acciones, por lo que razonablemente puede pensarse que lo hará en el momento en que éstas exhiban su máximo valor, lo que puede tentar al administrador a tratar de exagerar el valor de la acción al sólo efecto de hacerse con la mayor cantidad de dinero. Adviértase que, al no fijar los límites temporales de la opción, el incentivo no opera como proyecto de largo plazo, sino que, promueve que el valor de la acción se maximice en el mínimo plazo posible, lo que genera un riesgo de fraude contable.

En segundo lugar, porque la emisión de acciones nuevas al mercado, disminuye el valor de las demás acciones, al aumentar el número de títulos circulantes frente a la igualdad del valor patrimonial de la sociedad. Esto resulta evidente, puesto que aumenta el número de acciones sin que haya una contraprestación o aporte a la sociedad, razón por la cual, el valor real de cada acción se diluye. Como bien advierte Stiglitz (nota 31), la merma en el valor de la acción implica un desplazamiento patrimonial de los accionistas al administrador beneficiario de la stock option. Aún cuando la variante fuera que el administrador debe pagar una cifra predeterminada a la sociedad en compensación por la acción entregada, la situación no cambiará demasiado si la opción de la oportunidad de venta está en manos del mismo administrador interesado.

En tercer lugar, porque el conocimiento privilegiado del administrador puede derivar en maniobras especulativas tendientes a salvaguardar el interés del administrador en desmedro del interés de los accionistas, tomando decisiones de vender –por ejemplo- cuando conoce que la sociedad se encuentra en una situación económica y financiera delicada o lindante la insolvencia. Stiglitz ³⁴ expresa que *“Negarse a consignar las stock options como gastos”³⁵ significaba que los accionistas no disponían de información exacta sobre hasta qué punto se había*

³⁴ STIGLITZ, Joseph. Ob. cit. Pág. 167.

³⁵ Si bien la traducción de la obra dice “gastos”, en opinión de quien suscribe, la expresión más adecuada es pérdida o quebranto y no gasto en sentido estricto.

diluido el valor de sus acciones; y también aumentó los incentivos para hacer cada vez más pagos por este opaco sistema. Y puesto que cada vez se recurría con más frecuencia a compensaciones que dependían del valor de las acciones a corto plazo, las stock options servían cada vez más frecuentemente como incentivo para que las empresas hincharan sus cifras. Y eso fue exactamente lo que hicieron, fijando unos precios cada vez más disparatados, sin correspondencia con la realidad, con la consecuencia de más y más inversiones dilapidadas”.

Si el sistema de información contable fuese transparente, debería registrar la pérdida de valor patrimonial practicado con el ejercicio de la stock option. Pero, evidentemente, ello llevaría a demostrar a los accionistas que –por no practicar una lectura consciente de los estados contables y no acudir a las asambleas o reuniones de accionistas- la remuneración de los administradores societarios está perjudicando el funcionamiento de la sociedad, lo que podría generar una reacción en contrario. Por otra parte, la merma en el valor de las acciones se reflejaría de inmediato en la cotización bursátil. Para ello, el administrador se ve “obligado” a exhibir resultados impactantes que no se condicen con el nivel de actividad empresaria que generalmente son de mediano o tal vez largo plazo. La única vía para hacerlo es recurrir al fraude contable o a la “contabilidad creativa”.

La exhibición de valores accionarios ficticiamente elevados ha creado una burbuja especulativa que, en cuanto comenzaron las dificultades, quedaron al desnudo y llevaron a que los valores de cotización de las empresas caiga –cuanto menos- al valor real que éstas tienen.

5.- NUESTRA CRÍTICA A LA TEORÍA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO.

En el X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa desarrollado en octubre de 2007, publicamos una ponencia bajo el título “¿Sirven los

códigos de buen gobierno?”³⁶, según la cual se concluye que los movimientos de buen gobierno corporativo parten de la premisa de que los mercados en los que se desempeñan las sociedades mercantiles, en especial las cotizadas, son de competencia perfecta y transparente. Dado que existen desviaciones de la conducta racional y transparente que deberían observar las sociedades, desde diversos lugares (no sólo del estado) se redactan estos Códigos de Buen Gobierno como una forma de enumerar, catalogar y sugerir un conjunto de buenas prácticas necesarias para una mayor transparencia del mercado. Pero es la propia empresa (como oferente de bienes y servicios y demandante de capital) la que debe autorregularse, ya que, de no hacerlo, no será sancionada jurídicamente, sino económicamente a través del mercado.

Como dijimos, se está partiendo de una premisa falsa que consiste en creer que todos los agentes del mercado obran racional y lógicamente, movidos por impulsos económicos y que con sólo reparar algunas fallas del mercado, la “mano invisible” volverá todo a la situación de equilibrio. Nosotros estamos convencidos que toda la filosofía que subyace detrás de las teorías del buen gobierno corporativo, es una herramienta útil y tal vez necesaria para el desarrollo empresario y de los mercados, pero que no es suficiente. Creemos firmemente que las empresas por sí y por su esencia sólo buscan obtener la mayor cantidad de beneficios económicos; que la ética empresaria sólo rige en la medida de que el seguir determinado código de conductas redunde en mayores beneficios

³⁶ FUSHIMI, Jorge Fernando: “¿Sirven los Códigos de Buen Gobierno?” Publicación del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo IV. Pág. 417. Ed. Advocatus, Córdoba, 2007. El autor critica la posibilidad de la existencia de un mercado de competencia perfecta como lo describe Adam Smith y para su análisis parte de las opiniones de Paul A. Samuelson ³⁶ (premio Nóbel de Economía 1970) sostiene que: “Adam Smith descubrió una notable propiedad de las economías de mercado competitivas: en condiciones de competencia perfecta sin fallos del mercado, los mercados extraen de los recursos existentes el mayor número posible de bienes y servicios útiles. Pero en los casos en los que los monopolios, la contaminación u otros fallos semejantes del mercado se generalizan, pueden quedar destruidas las notables propiedades de eficiencia de la mano invisible” y que frente a esto, debe intervenir la “mano visible” del estado para corregir estas deficiencias del mercado y de Embid Irujo quien señala “Una visión medianamente cuidadosa de la historia nos permite apreciar, sin embargo, la falsedad de la premisa que se acaba de exponer. Como reconocen los economistas más entusiastas del sistema de economía de mercado, todos los mercados que existen [...] son mercados regulados. Y es que la idea de un mercado carente de regulación es tan absurda como la existencia de un deporte sin reglas”.-

económicos o menores costos. La racionalidad económica empresarial consiste en maximizar las ganancias y minimizar los costos y los gastos. Y la ética del empresario es la ética del mercenario: donde esté el dinero estarán los intereses empresarios: sólo los ingenuos creen en el empresario desinteresado y altruista: lo será siempre que ello reporte utilidades (medibles en dinero o no). De allí que existan fraudes, abusos de derecho, contaminación ambiental, prácticas monopólicas u oligopólicas, concentración de empresas, evasión tributaria y previsional, empleo no registrado, "contabilidad no tradicional", trabajo esclavo, remuneraciones insignificantes, externalidades y otros actos perjudiciales para la sociedad, la economía, las personas y el medio ambiente. Éstas no son manifestaciones patológicas de personalidades psicológicamente desviadas o psicopáticas, ni son perversos sujetos poseídos por espíritus maléficos. Son lo que son y hacen lo que saben hacer: maximizar utilidades y la actuación encaminada a tal fin, es perfectamente racional. Además estas sociedades adquieren cuotas crecientes de poder (principalmente económico y político), frente a los inversores y consumidores generalmente atomizados que no tienen grandes defensas ni posibilidades de destinar recursos que contrarresten esas prácticas desleales o, lisa y llanamente, ilegales.

Para ello debería intervenir activamente el estado, con políticas y normas claras que permitan el libre juego de la oferta y la demanda, pero que también sancionen severamente a quienes valiéndose de la posición privilegiada que ocupan en las sociedades comerciales cometan delitos o actos lesivos para los intereses de los socios, los inversores, los acreedores, el estado o la comunidad en general.

Creemos que los códigos de buen gobierno son útiles, son necesarios, pero ellos –por sí solos- no son suficientes para garantizar mercados transparentes ni para estimular el desarrollo de los mercados de valores ni la captación de fondos a través de la oferta pública".

En definitiva, se trata, pues, de pensar que la teoría del gobierno corporativa es una condición necesaria para un mayor desarrollo de los mercados bursátiles, pero no suficiente, ya que asumimos como nuestras

las conclusiones del autor referenciado, en el sentido que también debe ser el estado quien intervenga corrigiendo y reprimiendo las desviaciones de las conductas de los administradores.-

La actual crisis económica y financiera da razón a nuestro vaticinio de 2007 y se demuestra que es imposible confiar el funcionamiento de la economía global sólo a las empresas y sus administradores. Tampoco es posible pensar que garantizando mecanismos que estimulen la participación en las asambleas de accionistas, o garantizando la transparencia o la fiabilidad del sistema de información contable, será suficiente para asegurar el crecimiento económico armónico y sin distorsiones. Como también dijimos, la sanción de duras leyes penales consideradas como una evolución de los códigos de buen gobierno como la Ley Sarbanes Oxley, es suficiente ya que no sirven para prevenir las crisis, sino sólo para reprimir a quienes fueron sus actores y protagonistas. La idea central de la prevención de la crisis debería reposar sobre principios de autorregulación, transparencia y participación de los accionistas, pero también en los activos controles que ejerza el estado, bien sea a través de los organismos reguladores de la actividad bursátil, de los organismos fiscales, y a través de una permanente supervisión por parte de autoridades de contralor específicamente fijadas por cada cuerpo orgánico.

En la medida que no se comprenda que el estado no puede ejercer un rol pasivo y de mero espectador, las burbujas financieras continuarán generándose y sucediéndose las crisis económicas, cada vez con mayores efectos transfronterizos acorde al fenómeno de la globalización. La reiteración de las crisis será cada intervalos más breves y los efectos cada vez más devastadores.

Como creemos que nunca un trabajo académico debiera terminar con un vaticinio agorero es que también manifestamos nuestro optimismo para pensar que de la crisis pueden surgir importantes aprendizajes (como el que estamos haciendo en este Congreso), para evitar su reiteración. Quizá sea hora de que las voces que se oigan en quienes toman decisiones respecto del funcionamiento de los mercados de

capitales dejen de ser la de gurús iluminados de la economía y sean las de los académicos que estudian estos fenómenos de manera científica y desinteresada.

Bibliografía:

ARAYA, Miguel C. , en el artículo "Las transformaciones en el derecho societario" (publicado en la página oficial de internet –sitio web- de la Academia Nacional de Derecho de Córdoba , (<http://www.acaderc.org.ar/doctrina/articulos/artlastransformaciones>).-)

DASSO, Ariel A. "Valuación de las acciones en el receso del accionista" Doctrina Societaria y Concursal Errepar, Tomo XII, agosto 2000.-

EMBID IRUJO, José Miguel: "Hacia la Configuración Jurídica del Mercado (Apuntes sobre las relaciones entre mercado y derecho)" en ENSAYOS DE DERECHO EMPRESARIO; RICHARD, Efraín Hugo (Director), Ed. Advocatus, Córdoba 2006, pág. 15.-

FOURCADE, Antonio D: "EL PATRIMONIO NETO EN LAS SOCIEDADES COMERCIALES", Ed. Osmar D. Buyatti, Bs.As. 1998.-

FUSHIMI, Jorge Fernando: "¿Sirven los Códigos de Buen Gobierno?" Publicación del X Congreso Argentino APREDA, Rodolfo: "CORPORATE GOVERNANCE". Ed. La Ley, Buenos Aires, 2007.

de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo IV. Pág. 417. Ed. Advocatus, Córdoba, 2007.

FUSHIMI, Jorge Fernando: "Las Reservas Ocultas", Publicación del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo II, pág. 165, Ed. Advocatus, Córdoba, 2007.

FUSHIMI, Jorge Fernando; RODRIGUEZ PARDINA, José María: "Estrategias para lograr la participación de los accionistas en la asamblea (¿Se puede vencer la "apatía racional"?)". En el Libro de Ponencias del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Tomo IV, pág. 431.-

GAGLIARDO, Mariano: "Gobierno corporativo y códigos de buena conducta: reflexiones y perspectivas". Revista de Derecho Privado y Comunitario – Sociedades. 2003-2, Editorial Rubinzal Culzoni, Bs. As. 2003. Pág. 196.-

GRISPO, Jorge D. "La Problemática de las Reservas en la Ley de Sociedades." L.L. T.2004-F, Sec. Doctrina, Pág. 1281. El autor, directamente las califica de ilegales "por violar el derecho de los socios a la percepción de dividendos".-

MARTINEZ, Juan J.: "Entiendo la Reforma del Estado a Través del Problema de Agencia" Berkeley Program in Law & Economics. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers(University of California, Berkeley) Year 2005 Paper 11. <http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/11>.

PAZ ARES, Cándido: "El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor", en Revista de Derecho Mercantil N° 251, Enero-Marzo de 2004, Madrid, 2004.

PAZ-ARES, Cándido: "RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y GOBIERNO CORPORATIVO", ob. publicada por el Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid 2007.

RECALDE CASTELLS, Andrés: "La experiencia española en la instauración del reglas de "buen gobierno" en las sociedades anónimas: un balance decepcionante". En la obra colectiva "SOCIEDADES COMERCIALES. LOS ADMINISTRADORES Y LOS SOCIOS. GOBIERNO CORPORATIVO". Embid Irujo, José, M.; Vítolo, Daniel Roque, directores. Ed. Rubinzal Culzoni Editores. Bs. As. 2004.-

Resolución Técnica N° 10 "Normas contables profesionales" dictada por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas.

REYES VILLAMIZAR, Francisco: "DERECHO SOCIETARIO EN ESTADOS UNIDOS- INTRODUCCIÓN COMPARADA". Tercera Edición. Editorial Legis, Bogotá, Colombia, 2006. Pág. 207.-

RICHARD, Efraín Hugo, en "DERECHOS PATRIMONIALES DE LOS ACCIONISTAS EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS", Editorial Lerner, Córdoba, 1970.-

SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D.: ECONOMÍA, 14ª Edición, Ed. Mac. Graw Hill, Madrid, 1993.-

STIGLITZ, Joseph. LOS FELICES 90. La Semilla de la Destrucción. La Década más Próspera de la Historia como Causa de la Crisis Económica Actual. Editorial Taurus, Madrid. 2003.-

Cita de este artículo:

FUSHIMI, J. F. (2012). Crisis financiera global y corporate governance. *Revista OIKONOMOS [en línea] 1 de Abril de 2012, Año 2, Vol. 1.* pp.13-53. Recuperado (Fecha de acceso), de <http://oikonomos.unlar.edu.ar>