

## REINVENTANDO AL DIRECTOR EXTERNO: UNA AGENDA PARA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES\* \*\*

Ronald J. Gilson\*\*\* y Reinier Kraakman\*\*\*\*

*En las últimas décadas, los inversionistas institucionales han tomado mayor importancia en la participación accionaria de las compañías cotizadas en bolsa. Sin embargo, este tipo de accionistas tienen un interés diferente al de los accionistas tradicionales. A los inversionistas institucionales no les preocupa el desempeño individual de las sociedades, sino el de la totalidad de su cartera. Es así que para manejar su inversión, ellos se guían por índices. Dadas estas diferencias cabe preguntarse cuál es el medio apropiado para garantizar los intereses de estos inversionistas.*

*Es así que aparecen los directores profesionales, una nueva generación de directores externos. Hay diversos obstáculos para la introducción de tales funcionarios. Sin embargo, los autores presentan el medio para aplicarlo, desestimando las barreras regulatorias o políticas que puedan presentarse. En el presente artículo se intenta presentar las grandes ventajas de aplicar la propuesta expuesta.*

\* Este artículo fue publicado originalmente bajo el título "Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors" en *Stanford Law Review* 4. Volumen 43. 1991. pp. 863-906. La traducción fue realizada por Marco Zaldívar, miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS.

\*\* Los autores Agradecen a William Allen, H.B. Atwater, Jr., Bernard Black, Victor Brudney, Alfred Conard, Joseph Grundfest, Howell Jackson, William Klein, Nell Minow, Robert Pozen, Edward Rock y a Mark Roe por sus útiles comentarios en un borrador anterior de este artículo.

\*\*\* El Dr. Gilson es Profesor de Derecho de la Helen L. Crocker Faculty, Universidad de Standford. La investigación del Dr. Gilson fue subvencionada por el Kendyl K. Monroe Research Fund y por el John M. Olin Program in Law and Economics de la Facultad de Derecho de la Universidad de Standford.

\*\*\*\* El Dr. Kraakman es Profesor de Derecho de la Universidad de Harvard. La investigación del Dr. Kraakman fue financiada por el Summer Research Program de la Facultad de Derecho de Harvard y por el Harvard Program in Law and Economics, que es patrocinado (*funded*) por la John M. Olin Foundation.

Una institución que frecuentemente cotiza en bolsa se caracteriza por usualmente tener accionistas a corto plazo, sin participación en el futuro de la corporación. De acuerdo al familiar argumento, el accionista a corto plazo no tiene más legitimidad a la atención de la administración que el tenedor de opciones de los títulos valores de la compañía. Ninguno de estos inversionistas se preocupa realmente por la corporación. Sólo están preocupados, como es comúnmente conocido, por la inestabilidad de los precios del mercado durante el breve intervalo en el que está invirtiendo<sup>1</sup>.

Sin embargo, a una institución que compra y tiene acciones a largo plazo no le aplica la polémica estándar. Algunos de los inversionistas institucionales más grandes hoy en día son inversionistas a largo plazo. Por ejemplo, el volumen de rotación de las acciones de cartera del California Public Employees' Retirement System (CalPERS) es aproximadamente diez por ciento, y su promedio de tenencia de acciones particulares es de entre seis y diez años<sup>2</sup>. En efecto, es probable que CalPERS experimente incluso dentro de poco menor rotación porque se espera que la proporción de sus acciones de cartera que es pasivamente administrada a través de *indexing* aumente de 60% a 85% para 1991<sup>3</sup>. Debido a que CalPERS se guía de índices para evitar comerciar, es por definición un inversionista a largo plazo. No obstante, muchos administradores lo consideran como un tipo inadecuado de inversionista a largo plazo. Consideré los comentarios de Andrew Sigler, el CEO (*Chief Executive Officer*) de Champion International: "En lugar de ser

propiedad de accionistas individuales, el 70% de Champion es propiedad de instituciones. Son dueños de nuestro *stock* de muchas maneras a través de fondos indexados(...). Pero piensa en eso, no compraron Champion por ninguna otra razón aparte de lo que la fórmula les dijo que hicieran, y ellos tienen que revisar una lista para ver que son nuestros dueños"<sup>4</sup>. En otras palabras, porque la institución indexada no investiga las características particulares de una compañía, no es un accionista *real*. Simplemente no se comporta como un dueño tradicional.

Desde nuestra perspectiva, estas quejas sobre el comercio a corto plazo y la inversión indexada señalan un problema importante que es pocas veces estudiado de forma clara en la polémica literatura. Puesto de forma simple, nos falta un modelo normativo sobre cómo deberían comportarse los accionistas que invierten en *el mercado* con respecto a las compañías en las que invierten. Para Sigler el *verdadero* accionista se involucra en un análisis fundamental de compañías particulares y comparte muchas de las mismas preocupaciones y horizontes temporales que los propietarios tradicionales de un negocio podrían tener. En contraposición, el comerciante frecuente y el *indexed investor*<sup>5</sup> se abstraen de los prospectos económicos reales de la compañía para concentrarse en su desempeño inmediato o, incluso más estrechamente, en su índice de ponderación (*index weighting*)<sup>5</sup>. En efecto, el *indexed investor*, a quien sólo le preocupan las covarianzas<sup>6</sup> de las acciones de su cartera, asume la máxima abstracción de las preocupaciones de los dueños tradicionales.

<sup>1</sup> En su reciente informe de la situación actual de los directorios de grandes compañías públicas estadounidenses, el Profesor Jay Lorsch, de la Harvard Business School, ilustra el punto acertadamente: "By shareholders, this director means the loyal investor who holds the company's shares for the long term and, from the perspective of the directors, institutions are the least loyal shareholders. In fact, they have difficulty taking the institutional owner seriously, believing its goals are at odds with the corporation's longer-term interests and are too concerned with short-term gain." LORSCH, Jay. "Pawns or potentates: the reality of America's corporate boards". 1989. pp. 46 y 47.

<sup>2</sup> CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM. "Why corporate governance?". 1989.

<sup>3</sup> CLARK, Stephen. "Why Dale Hanson Won't Go Away". En: Institutional Investor. 1990. pp. 79 y 80. Un índice bursátil es un conjunto de un gran número de acciones seleccionadas, como el Dow Jones, o el Wilshire 5000. La inversión indexada es un medio para maximizar las ganancias por inversión, a través de la compra y la tenencia de una cartera ponderada de todas las acciones en un índice. Una encuesta reciente del Financial Executives Institute (FEI) de los planes de pensión que suman 260 billones de dólares en bienes reportó que 34% de las acciones de inversión de los planes de pensión estudiados eran pasivamente administrados por medio de *indexing*. Ver: WALKER, David. "The Increasing Role of Pension Plans in the Capital Markets and Corporate Governance Matters 3". 1990. (trabajo presentado en Salomon Brothers Center and Rutgers Centers Conference on The Fiduciary Responsibilities of Institutional Investors) (en el archivo de The Stanford Law Review).

<sup>4</sup> The governor's (New York) task force on pension fund investment, our money's worth 37. 1989 (NEW YORK TASK FORCE REPORT).

<sup>5</sup> Nota del traductor: Inversionista que se guía por los índices bursátiles.

<sup>6</sup> Algunos comentaristas confirman tanto las críticas de los inversionistas a corto plazo como las críticas de los *indexed investors*. Ver: WHITEHILL, Clifford. "A sound argument why the American Law Institute should defer adoption of Part VI of its Corporate Governance Project". En: National Legal Center White Paper. 1990. pp. 9 y 10. ("Los gerentes de estos fondos [indexados] están viendo movimientos de mercado amplios y no se preocupan por el desempeño de corporaciones individuales. El crecimiento a largo plazo de una corporación particular no es importante comparado con el problema inmediato de si el precio ofrecido en una adquisición es mejor que el precio actual de mercado") Clifford Whitehill es Senior Vice President and General Counsel and Secretary of General Mills, Inc., y es además President of The Law Committee of the Corporate Governance Task Force of The Business Roundtable.

<sup>7</sup> Nota del traductor: Covarianza no es una palabra aceptada por la Real Academia Española pero se utiliza como un término estadístico que expresa la correlación entre dos variables multiplicada por la desviación estándar de cada una de ellas.

La perpejidad sobre qué constituye un comportamiento apropiado de un *indexed investor* —o de cualquier otro inversionista orientado hacia el mercado en lugar de hacia compañías particulares— no está solo limitado a gerentes. Cambiándola sólo un poco, la queja de Sigler plantea la pregunta que un inversionista como CalPERS, con casi 50 billones de dólares en inversión indexada, inevitablemente tiene que preguntarse: ¿Cómo debería relacionarse un inversionista pasivo a sus sociedades de cartera?

En este artículo no sólo ofrecemos una respuesta, sino también algo que es aún menos frecuente entre los académicos: una agenda realista para los inversionistas institucionales. Proponemos una estrategia, para mejorar el gobierno corporativo, que no necesita esperar una controversial reforma legal o regulatoria y cuya implementación está en gran parte dentro del control de los actuales inversionistas institucionales. La Parte I repite brevemente el argumento que sostiene que la reforma del gobierno corporativo es una estrategia sensata para mejorar el desempeño de las inversiones institucionales de cartera. Luego, la Parte II evalúa de manera crítica tres esfuerzos actuales hechos por inversionistas institucionales de implementar una estrategia así: proteger el mercado para el control corporativo, establecer comités consultivos de accionistas, y designar directores externos adicionales. Con la crítica, sin embargo, viene la responsabilidad de ser constructivo. La Parte III considera aproximaciones alternativas al gobierno corporativo —la LBO Association y los grupos corporativos japoneses y alemanes— lo que nos regresa al rol central del director externo. La Parte IV identifica las limitaciones de propuestas existentes para reformar la junta de directores. En la Parte V, ofrecemos nuestra propia agenda para los inversionistas institucionales, al discutir cómo podría organizarse un núcleo de directores profesionales y cómo probablemente funcionaría éste en la práctica. Finalmente, la Parte VI explora la viabilidad política y legal de nuestra agenda y concluye que las barreras a la acción colectiva de inversionistas institucionales son mucho menos imponentes que lo que comúnmente se supone.

Como muchas otras propuestas, nuestra estrategia

para la reforma se concentra en la estructura de la junta de directorio como el centro tradicional de la gerencia corporativa. Sin embargo, mientras que los más recientes esfuerzos para abordar el rol directivo de la junta han impulsado aumentar la independencia de los directores externos con respecto a la gerencia, nosotros abogamos por el aumento de la dependencia de los directores externos frente a los accionistas. Desde nuestra perspectiva, los directorios corporativos necesitan directores que no sólo sean independientes, sino que también sean *responsables*.

## I. LA INEVITABILIDAD DE UNA ESTRATEGIA DE CORPORATE GOVERNANCE

El movimiento de grandes inversionistas institucionales hacia la inversión indexada refleja dos tendencias diferentes pero complementarias. La primera es la crecida influencia de la hipótesis del capital de mercado eficiente (*efficient capital market hypothesis*) sobre inversionistas institucionales, y especialmente sobre fondos de pensiones. En los últimos veinte años, una importante cantidad de investigación ha mostrado que, en una base ajustada por riesgo, en el tiempo y en promedio, la administración activa de acciones de cartera, cotizadas en bolsa, no ofrece mejores resultados que el mercado. Después de deducir comisiones y gastos administrativos, la administración activa de una cartera es menos rentable que el mercado<sup>6</sup>. En contraste, la inversión indexada permite a los inversionistas obtener el mismo rendimiento que el mercado con costos de transacción dramáticamente inferiores.

La segunda tendencia es el crecimiento rápido —tanto en tasa como en cantidad absoluta— de fondos administrados por inversionistas institucionales. Incluso si el análisis fundamental de corporaciones individuales antes de invertir es conceptualmente sensato, el simple volumen de los valores institucionales de cartera hace a la administración activa de una cartera crecientemente difícil<sup>7</sup>. Especialmente después de la disminución de la cantidad de títulos valores cotizados en bolsa durante la década de los ochentas, alterar una cartera para seguirle la pista a los prospectos de compañías individuales es difícil y costoso en un mercado con muy pocas

<sup>6</sup> Ver: SHARPE, William. "Investments". Segunda edición. 1981. pp. 178 y 179; JENSEN, Michael. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". En: *Journal of Finance* 23. 1968. pp. 389-416; MAINS, Norman. "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios". En: *Journal of Business* 42. 1977. p. 371. WALKER, David. Op. cit. p. 3. Walker reporta que "[f]rom 1950 to 1987, passively managed funds (defined as plans with less than 15% average equity turnover) out-performed the most actively man-aged funds (defined as plans with over 70% average turnover)."

<sup>7</sup> El Columbia Institutional Investor Project estima que la tenencia de acciones de los inversionistas institucionales había alcanzado entre 5.8 y 6 billones de dólares en 1990, incrementándose de los 107 mil millones de dólares de 1950. La cifra de 1990 representa aproximadamente 18.7% del total de los activos financieros de Estados Unidos y 45% del total de las acciones norteamericanas. Entre 1981 y 1988, los activos administrados por inversionistas institucionales crecieron a una tasa combinada anual de 13.9%. BRANCATO, Carolyn. "The pivotal role of institutional investors in Capital Markets". 1990. pp. 19 y 20 (trabajo presentado en The Salomon Brothers Center and Rutgers Centers Conference on The Fiduciary Responsibilities of Institutional Investors).

inversiones y demasiados activos. El mismo acto de vender o comprar influye el precio de una acción<sup>8</sup>. En cambio, mantener el mercado a través del *indexing* elimina este problema, al eliminar la necesidad de comerciar.

El hecho que las instituciones cada vez sostengan más al mercado es el punto inicial para entender cómo ellas deberían relacionarse con sus sociedades de cartera. Ello implica que las instituciones no pueden ni deben asumir el interés de un propietario tradicional de mejorar las compañías individuales<sup>9</sup>. Instituciones con portafolios bien diversificados no pueden tener un interés tal, porque tienen demasiadas compañías. Monitorear cada compañía significaría sacrificar la mayoría del ahorro de evitar los costos de transacción que motivaron a adoptar, en primer lugar, una estrategia guiada por índices. Más que eso, las instituciones *no deberían* tener tal interés porque ellas ganarían mucho menos de lo que los propietarios tradicionales podrían ganar. Muchas de las mejoras que afectan el valor de una compañía de una cartera indexada sólo vienen a costa de las otras compañías de la misma cartera. Por ejemplo, el inversionista institucional no gana cuando una de sus sociedades de cartera adquiere participación en el mercado a costa de otra. Desde el punto de vista del titular de la cartera, ésta mejora meramente transfiere dinero de un bolsillo a otro en el mismo par de pantalones.

Una estrategia de gobierno corporativo para gerentes de carteras pasivas comienza con la comprensión de que los esfuerzos para aumentar el valor de las inversiones deben ser medidos por su efecto en la cartera, no sólo en las compañías individuales. Esto puede ser más claramente explicado utilizando una analogía con un diferente tipo de *indexed investor*: el gobierno de los Estados Unidos. El proceder del gobierno frente a los ingresos por el pago de impuestos es similar a las ganancias en una cartera (nacional) totalmente indexada de acciones preferentes

con un dividendo predeterminado de las tarifas marginales de impuestos. Una estrategia para aumentar el valor de esta cartera –para aumentar la rentabilidad de los impuestos por ganancias corporativas– debe prometer mejorar el desempeño de la economía entera, ya que el gobierno no gana nada si una compañía paga más impuestos a costa de disminuir los ingresos de otra compañía<sup>10</sup>. Un inversionista institucional está precisamente en la misma posición. La forma más segura de aumentar el valor de una cartera indexada es aumentando el valor de todas las compañías en dicha cartera.

¿Cómo mejora entonces un inversionista institucional pasivo el desempeño de todo el sector corporativo? La única respuesta plausible es mejorando el sistema de gerencia corporativa en lugar de tratando de mejorar la administración de compañías particulares. Para reducir una historia familiar a un silogismo, la característica dominante de la gran corporación pública americana es la separación de propiedad y gerencia. Aunque esta separación es beneficiosa porque permite especialización en la administración y en la toma de riesgos, también es costosa. La administración debe tener discreción para ejercer sus habilidades especializadas, y con la discreción viene la oportunidad para el abuso. Un sistema de gobierno corporativo debe buscar ofrecer discreción a la gerencia para actuar a nombre de los accionistas, y al mismo tiempo debe establecer salvaguardas contra el abuso de dicha potestad. Se sigue que el *indexed institutional investor* debería buscar un sistema de gobierno corporativo que, al mejorar el monitoreo de la administración, en general, pueda mejorar el desempeño de todas las compañías<sup>11</sup>.

## II. EVALUANDO LAS ACTUALES ESTRATEGIAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Dado su interés económico en el gobierno corporativo, no es sorprendente que los

<sup>8</sup> Ver NEW YORK TASK FORCE REPORT. p. 37.

<sup>9</sup> Paradójicamente, las instituciones que comercian frecuentemente para obtener ganancias a corto plazo también sostienen al mercado en un sentido diferente. A pesar de que estos inversionistas se benefician principalmente del movimiento del precio a corto plazo en títulos determinados, también pueden ganar de cualquier mejora en la calidad de las inversiones en acciones que se den en todo el mercado. Es más, así como los *indexed investors*, estas tienen pocos incentivos para dedicar sus recursos a la mejora a largo plazo de compañías particulares.

<sup>10</sup> Este punto asume que la tasa de ingresos de los impuestos por ganancias corporativas no es significativamente progresiva.

<sup>11</sup> Por supuesto, en general puede esperarse que cualquier esfuerzo exitoso hecho por un inversionista institucional para mejorar el monitoreo de los accionistas a los gerentes beneficie no sólo a estos accionistas, sino también a otros accionistas de corporaciones públicas. Por ejemplo, si un monitoreo mejorado aumentase la eficacia operativa de las corporaciones nacionales, la competencia en el mercado podría inducir a las corporaciones a traspasar algunos de los beneficios resultantes a los consumidores en forma de menores precios. Muchos inversionistas institucionales, incluyendo los fondos de pensiones públicas, podrían considerar tales efectos indirectos como una bienvenida a reformas de la gerencia corporativa, siempre y cuando los terceros no hayan sido los beneficiarios principales de la reforma. Desde nuestro punto de vista, sin embargo, la presencia de beneficios para los consumidores, trabajadores y otros factores económicos casi nunca limitarían las ganancias de los accionistas. Una mayor eficacia operativa beneficiaría a los accionistas, en primer lugar, porque reducir el precio de los productos solo disiparía en parte las ganancias de los accionistas por bajos costos de producción y porque las compañías nacionales con menores costos podrían obtener una participación en el mercado mundial, a expensas de competidores extranjeros. Adicionalmente, los accionistas abarcarían la mayoría

inversionistas institucionales, y particularmente los fondos de pensión públicos<sup>12</sup> se hayan vuelto cada vez más activos en la gerencia de sus sociedades de cartera. A la fecha, sus esfuerzos han tomado tres direcciones generales, todas las cuales fueron vistas en la *proxy fight*<sup>III</sup> de 1990 por el control de Lockheed Corporation. La primera ha sido proteger al mercado para el control corporativo por medio de un intento de bloquear o desmantelar las barreras de adquisición erigidas por las sociedades de cartera, sin la aprobación de los accionistas. Por ejemplo, algunas propuestas de los accionistas exhortaron al directorio de Lockheed a redimir el *rights plan* de los accionistas de la compañía y a no participar del Delaware Anti-takeover Statute. La segunda dirección, de la que CalPERS fue pionero, urge a la creación de comités consultivos de accionistas. La gerencia de Lockheed ofreció crear un comité así, como una medida para aplacar a sus inversionistas institucionales. Finalmente, la acción más agresiva tomada por inversionistas institucionales ha sido buscar influir directamente en la selección de directores externos. En el caso Lockheed, se reportó que los inversionistas institucionales se aseguraron el compromiso de la administración para permitir que los primeros influencien la selección de tres directores externos<sup>13</sup>.

A pesar de que la iniciativa detrás de cada una de estas estrategias son admirables, estas son insuficientes, tanto individual como colectivamente, para ceder el paso a mejoras reales en el gobierno corporativo. En esta parte, examinamos las deficiencias de cada una de las estrategias. En la siguiente, comenzamos a

construir una aproximación más efectiva.

#### A. Protegiendo al mercado para el control corporativo

Los inversionistas institucionales entraron primero al mundo del gobierno corporativo en respuesta a los esfuerzos de las sociedades de cartera para aislarse a sí mismas del mercado para el control corporativo. Hace unos cuatro años, los inversionistas institucionales comenzaron a ofrecer resoluciones suplicantes impulsando a los directores a desempeñar *poison pill plans*<sup>IV</sup>, someterlos a la aprobación de accionistas, o someterlos a cláusulas de caducidad<sup>14</sup>. En la *proxy season* de 1990, ese tipo de resoluciones fueron colocadas en la votación de treinta y dos compañías<sup>15</sup>. Adicionalmente, las instituciones ahora ofrecen un rango mucho más amplio de propuestas para limitar tácticas defensivas, incluyendo propuestas para requerir la aprobación de los accionistas antes de que más de 10% de las acciones de la compañía puedan ser compradas por un *white squire*<sup>V</sup>, propuestas para causar que la compañía opte por no participar del Delaware Anti-takeover Statute, propuestas para prohibir *greenmail payments*<sup>VI</sup> y propuestas para requerir la aprobación de los accionistas de *golden parachutes*<sup>16</sup>.

Los inversionistas institucionales tenían una buena razón para entrar a la arena del gobierno corporativo cuando la administración comenzó sus esfuerzos para escapar del mercado del control corporativo: son pocas las otras cuestiones que remarcan tan fuertemente la relación entre el

de las ganancias del monitoreo por una reducción de costos que no están relacionados a costos operativos o ingresos, como las ganancias que se tendrían de disuadir a los administradores de invertir en proyectos no rentables. JENSEN, Michael. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". En: American Economic 76. 1986. p. 323 (argumentando que las pérdidas de los accionistas podrían resultar de malas inversiones de los gerentes). Deseamos agradecer al profesor William Klein por llevar nuestra atención al complejo problema de la incidencia, asociada con las ganancias producto de mejorar la gerencia corporativa.

<sup>12</sup> El activismo en el gobierno corporativo no está limitado a los fondos de pensión pública. *Fidelity Investments*, la organización de fondos mutuos más grande de la nación, ha removido las limitaciones a las inversiones de 63 de sus fondos mutuos, para permitirles adquirir más del 10% de las acciones de una sociedad de cartera, participar de una *proxy fight* frente al titular de la gerencia, o buscar vender la compañía. En particular, el consejo general de Fidelity ha impulsado restringir la duración de las *poison pills*. Ver: "Fidelity Goes Activist, Suggests Time-Limited Poison Pill". En: Corporate Governance Bull 6. 1989.

<sup>III</sup> Nota del traductor: se trata de una pelea por obtener la mayor cantidad de poderes para así acumular la mayor cantidad de votos en la asamblea general de accionistas.

<sup>13</sup> Ver: WHITE, James. "Calper's Chief Wields Big Stick For Institutional Shareholders". En: Wall Street Journal. 1990. Sin embargo, esta tipología está incompleta. Una cuarta categoría, dirigida a los procedimientos de votación, también puede ser identificada. Las propuestas sobre una votación secreta son típicas de su grupo, se han presentado en al menos 49 compañías en esta temporada de votación (*proxy season*). Ver: "Assault on Proxy Voting System Highlights Shareholder Agenda". En: Corporate Governance Bull 6. 1989. pp. 146 y 147.

<sup>IV</sup> Nota del traductor: *Poison pills* son llamadas aquellas estrategias defensivas destinadas a dificultar o encarecer una compra de acciones, normalmente hostil.

<sup>14</sup> Los resultados de estos esfuerzos son resumidos en GILSON, Ronald y Reinier KRAAKMAN. Supplement to Gilson's "The law and finance of corporate acquisitions". 1989. pp. 120-124.

<sup>15</sup> "Assault on Proxy Voting System Highlights Shareholder Agenda". En: Corporate Governance Bull 6. 1989. pp. 148 y 149.

<sup>V</sup> Nota del traductor: se refiere a una empresa que acude en ayuda de otra que está siendo víctima de una adquisición hostil. *White squire* se refiere a las compras de hasta 10%, para porcentajes mayores se utiliza el termino *white knight*.

<sup>VI</sup> Nota del traductor: maniobra destinada para evitar una adquisición (entiéndase especie de pago de rescate).

<sup>16</sup> Ibid. pp. 148-150.

valor de una cartera indexada y los principios del gobierno corporativo. Los críticos descartan la participación de inversionistas institucionales en cuestiones sobre el control, como un pedido infantil para conseguir ganancias a corto plazo cuando la administración actual puede producir aún mayores resultados a largo plazo<sup>17</sup>. A pesar de eso, la relación entre adquisiciones y carteras manejadas pasivamente es mucho más complicada de lo que sugieren estas críticas, y esto por dos razones. Primero, una adquisición normalmente no puede beneficiar de forma *directa* a una cartera indexada, a menos que aumente el valor combinado de las compañías adquiridas y seleccionadas. Segundo, y más importante, el efecto principal de las adquisiciones en el valor de las carteras indexadas es indirecto: el mero potencial de una oferta hostil puede mejorar a la administración de una sociedad de cartera.

Para entender el primer punto, se debe recordar que un inversionista que tenga una cartera indexada tiene una posición favorecida tanto en la compañía adquiriente como en la adquirida. Un inversionista así, no se beneficiaría si la prima pagada por las acciones de la compañía adquirida, simplemente transfiriese riqueza de los accionistas de la compañía adquiriente aquellos de la compañía adquirida. Para beneficiar a un *indexed investor*, una transacción debe aumentar el valor combinado de las acciones de la compañía adquiriente y de la compañía adquirida.

Afortunadamente, la evidencia empírica indica que las adquisiciones hostiles ceden el paso a un beneficio combinado. A pesar de que los accionistas de las compañías postoras obtienen ganancias promedio o incluso experimentan pequeñas pérdidas en las adquisiciones<sup>18</sup>, los accionistas de las compañías objetivo reciben ganancias sustanciales; consecuentemente, las carteras indexadas experimentan ganancias netas positivas en promedio como un resultado de las adquisiciones hostiles<sup>19</sup>.

Este aumento directo en el valor, sin embargo, no es el efecto más importante de las adquisiciones o de las carteras indexadas. Las adquisiciones hostiles también influyen el valor accionario de la mayoría de sociedades de cartera que no son ni adquirentes, ni adquiridas, en la medida en que alteran el comportamiento de sus administradores. Como Alfred Rappaport recientemente observó en el Harvard Business Review, "es imposible exagerar qué tan profundamente el mercado del control corporativo ha cambiado las actitudes y prácticas de los gerentes americanos (...) [El mercado] representa el control más efectivo a la autonomía de la gerencia jamás concebido"<sup>20</sup>. Por ejemplo, considere el impacto de las adquisiciones hostiles en organizaciones conglomeradas. Dado que la estrategia de conglomeración de los 60s y 70s ha tenido un *sombrío* antecedente (en las palabras del Profesor Michael Porter<sup>21</sup>), no es sorprendente que muchas de las adquisiciones hostiles durante

<sup>17</sup> Las críticas pueden ser formuladas como una declaración empíricamente comprobable: a los accionistas en las compañías objetivo que vencen las fuertes ofertas hostiles y se mantienen independientes, les vas mejor, en términos de valor actual, de lo que les iría si la oferta hubiese sido aceptada. Sin embargo, hay evidencia empírica sustancial de lo contrario. Los estudios muestran de manera uniforme que, en promedio, los accionistas de las empresas objetivo pierden de manera significativa cuando las ofertas son rechazadas y la compañía no es subsecuentemente adquirida por un postor alternativo. Ver: BRADLEY, Michael, DESAI, Anand y E. HAN KIM. "The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?". En: Journal of Financial Economics 11. 1983; POUND, John. "Takeover defeats hurt stockholders: a reply to the Kidder Peabody Study" En: Midland Corp. Financial Journal. 1986. p. 33; RUBACK, Richard. "Do target shareholders lose in unsuccessful control contests?". En: Corporate takeovers: causes and consequences 37. 1988.

Mientras que la información no apoya la crítica de que una orientación favorable a una tentadora oferta refleja solo un beneficio a corto plazo, no resuelve si es que las adquisiciones son favorables para los *indexed investors*, en la medida en que sus carteras generalmente incluyen compañías adquirentes y adquiridas. Para los *indexed investors*, las adquisiciones sólo son deseables si resultan en una ganancia neta, tomando en cuenta el impacto tanto en las adquiridas como en las por adquirir. Este punto es considerado en el texto acompañando las notas al pie 18 y 19.

<sup>18</sup> Ver: JARRELL, Gregg, BRICKLEY, James y Jeffrey NETTER. "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", En: Journal of Economic Perspectives 2. Número 1. 1988. p. 49.; JARRELL, Gregg y Annette POULSEN. "The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades". En: Financial Management. 1989. p. 12; JENSEN, Michael y Richard RUBACK. "The market for corporate control: the scientific evidence". En: Journal of Financial Economics 11. 1983.

<sup>19</sup> Para los estudios más recientes ver: LANG, Larry, STULZ, René y Ralph WALKING. "Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers". En: Journal of Financial Economics 24. 1989. Estudios anteriores han sido resumidos en JARRELL, BRICKLEY y NETTER. Op. cit.; y JENSEN y RUBACK. Op. cit. Cuando el postor se mantiene en reserva, como en muchas de las recientes transacciones de LBOs, una transferencia de riqueza del postor a la compañía objetivo aumentará el valor de la cartera del inversionista institucional salvo que el inversionista también haya invertido en el patrocinio del vehículo de inversión del LBO.

<sup>20</sup> RAPPAPORT, Alfred. "The staying power of the public corporation". En: Harvard Business Review. 1990. pp. 96-100.

<sup>21</sup> PORTER, Michael. "From Competitive Advantage to Corporate Strategy" En: Harvard Business Review. 1987. p. 43.

El profesor Porter investigó las secuelas de los esfuerzos de diversificación de treinta y tres grandes compañías americanas. Cuando la compañía entraba en una línea de negocio, no relacionada al objeto principal de la empresa, a través de una adquisición anterior a 1975, el 74.4% de las adquisiciones fueron cedidas. En los casos en que la entrada se daba por la creación de una nueva compañía, esta era cedida en el 40.9% de las veces. Finalmente cuando la entrada se daba por un *joint venture* (alianza entre dos o más compañías), la adquisición era cedida en el 48.9% de los casos. Los resultados de Porter fueron recientemente confirmados por un estudio de 271 grandes adquisiciones, ocurridas entre 1971 y 1982. Cuando el negocio de la compañía objetivo no está relacionado al del adquirente, en más del 60% de los casos fueron cedidas para 1989. KAPLAN, Steven y Michael WEISBACH. "Acquisitions and diversification: what is divested and how much does the stock market anticipate?". Working Paper 90-02. Managerial Economics

los 80s apuntaron a romper corporaciones conglomeradas que habían acumulado negocios no relacionados entre sí<sup>22</sup>. Aun así, las adquisiciones truncadas afectaron sólo a un pequeño número de conglomerados de manera directa. Podría decirse que el impacto principal de estos *takeovers* en el valor de las carteras indexadas fue que promovió que un número mucho mayor de compañías evitaran las ofertas hostiles al reestructurarse voluntariamente. Así, según un estudio, tan sólo en 1985, el 23% de las 850 corporaciones más grandes de la nación experimentaron una "reestructuración operacional" que usualmente involucró la venta o derivación de una división<sup>23</sup>.

Dada la contribución de las adquisiciones hostiles a los valores de las carteras durante los 80s, los inversionistas institucionales tuvieron bastante razón al intentar tácticas defensivas en su incursión inicial en el debate sobre gerencia corporativa. Actualmente, sin embargo, otras estrategias de gobierno corporativo aparecen más prometedoras para mejorar el desempeño de las carteras. Las adquisiciones hostiles han probado ser un mecanismo de monitoreo caro e inexacto, que está mejor diseñado para corregir los errores de la administración que para prevenirlos. Un mecanismo de gobierno corporativo que podría haber cerrado la ola de conglomerados desde su nacimiento habría sido mucho más eficiente –si hubiese estado vigente en los 60s y 70s– que una década de hacer acuerdos para revertir el daño<sup>24</sup>. Incluso siendo más exactos, el futuro de los *takeovers* hostiles está ahora en duda. El mercado de *junk bonds* (bonos basura) ha colapsado y la gerencia ha sido extraordinariamente exitosa en persuadir a las legislaturas estatales de promulgar

leyes que eviten que los accionistas hagan cualquier cambio en el control de la compañía, sin la aprobación de la administración, al provocar que estos sean muy costoso. Por ejemplo, la reciente legislación de Pensilvania –hay que admitir que es la peor de todas– no solamente desalienta las ofertas hostiles provocativas con la amenaza de un remedio de corte si falla la oferta, sino que extiende ésta misma amenaza a los accionistas que buscan desplazar a la gerencia a través de una *proxy fight*<sup>25</sup>.

Así, los inversionistas institucionales ya no pueden depender del mercado en cuanto al control corporativo para remediar defectos en el sistema del gobierno corporativo. En lugar de esto, otras mejoras en dicho sistema serán necesarias para proteger a los intentos de realizar *takeovers* de la acción política en el futuro<sup>26</sup>.

## B. Shareholder Advisory Committees

Un segundo acercamiento para reformar el gobierno corporativo avanzado por inversionistas institucionales –el comité consultivo de accionistas– parece diseñado para compensar algunas de las fallas del mercado para el control corporativo. Como fue defendido por CalPERS y recientemente adoptado por la gerencia de Lockheed, para ganar votos institucionales en su *proxy contest*<sup>viii</sup> de 1990 con Harold Simmons, esta estrategia llama al establecimiento de un comité consultivo que represente a los accionistas principales de una compañía, que típicamente son sus inversionistas institucionales<sup>27</sup>. Un comité así está diseñado para recibir los reportes de la gerencia sobre el progreso de la compañía y para

Research Center de Simon Graduate School of Business, University of Rochester. 1990. (on file with the Stanford Law Review).

<sup>22</sup> MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y Robert VISHNY. "Do managerial objectives drive bad acquisitions?": En: *Journal of Finance* 45. 1990. pp. 31-47; ver: BHIDE, Amar. "The causes and consequences of hostile takeovers": En: *Journal of Applied Corporate Finance*. 1989. pp. 36-52 ("real source of gains in hostile takeovers lies in splitting up diversified companies"); BHAGAT, Sanjai, SHLEIFER, Andrei y Robert VISHNY. "Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization": En: *Brookings papers on economic activity: microeconomics* 1. 1990.

<sup>23</sup> Ver BUZZOTTA, V. "A quiet crisis in the work place": En: *New York Times*. 1985.

<sup>24</sup> Para estar seguros, la amenaza de una adquisición hostil tiene un efecto disuasivo, como vimos en conexión con las *bust-up takeovers*. Sin embargo, este efecto parece mucho mejor para revertir decisiones que el mercado ya ha reconocido como errores, que para determinar si las acciones propuestas son en efecto un error. Así, a pesar de que el efecto disuasivo de las adquisiciones hostiles acelera el rompimiento de los conglomerados, hay buenas razones para dudar si las adquisiciones hostiles, de haber estado presentes en aquel momento, habrían generado una disuasión significativa en el movimiento de los conglomerados.

<sup>25</sup> 15 Pennsylvania Consolidated Statutes §§ 2571-2575. 1990. A la presión de los inversionistas institucionales se le atribuye haber causado una serie de declinaciones en coporaciones de Pennsylvania –incluida la Westing Electric Corporation, la H. J. Heinz Company, Allegheny Ludlum, Mellon Bank, y la Sun Company– a toda o parte de la legislación de Pennsylvania. Ver: WAYNE, Leslie. "Companies in Pennsylvania reject state's takeover protection": En: *New York Times*. 1990. Recientemente Massachusetts mostró una actitud cooperativa similar frente a la gerencia promulgando, prácticamente de una día para otro, una lista de requerimientos frente a los pasmados directorios para apoyar a una corporación local a superar una adquisición hostil. Ver: INGRASSIA, Lawrence y David HILDER. "Norton wins a round against BTM bid as Massachusetts lawmakers clear bill": En: *Wall Street Journal*. 1990.

<sup>26</sup> Si la administración puede, tan eficientemente, influenciar a los legisladores, es posible que los inversionistas institucionales tengan que confiar en poder influenciar los directorios para mantener a los generales en sus barracas.

<sup>viii</sup> Nota del traductor: revisar nota sobre *proxy fight*.

<sup>27</sup> Recientemente CalPERS retiró la propuesta de sus accionistas de establecer un comité de asesoría para los accionistas en Occidental Petroleum, cuando la compañía aceptó que cuatro directores, incluidos al menos dos directores independientes, se reúnan bianualmente con los funcionarios de CalPERS para discutir los planes de negocio de la compañía. WHITE, James. "Occidental Agrees to Meet Twice a Year With Officials of Big California Fund": En: *Wall Street Journal*. 1990.

transmitir las preocupaciones de los accionistas a la administración. Este intercambio, dice el argumento, presenta una sustancial alternativa a la elección limitada que permite un *takeover* entre el *raider*<sup>ix</sup> y el *status quo*. Más que eso, un comité consultivo podría ser capaz de resolver los problemas en una etapa inicial, antes de que se vuelvan lo suficientemente serios como para provocar un *takeover*.

Sin perjuicio de estas afirmaciones, es probable que el comité consultivo pruebe ser una herramienta no efectiva para una reforma. Su única virtud real es que podría esperarse que la gerencia corporativa la perciba como una atractiva medida *moderada*: de hecho, es tan moderada que simplemente formalizaría los intercambios entre la gerencia y los accionistas que existen en muchas compañías. Más que eso, precisamente porque la estructura consultiva propone lo que resulta en una *junta fantasma*, y al mismo tiempo no refuta la composición de la *junta real*, está condenada al fracaso. Una junta fantasma así sufriría todas las deficiencias estructurales que los críticos han identificado en juntas de directorio actuales, mientras que al mismo tiempo no ejercitaría ninguno de los poderes del directorio. Si las juntas de directorio hoy en día se juntan de manera muy poco frecuente y tienen muy poca información para monitorear la gerencia de manera efectiva, exceptuando las crisis ocasionales<sup>28</sup>, un comité consultivo presumiblemente se reuniría aún con menor frecuencia y recibiría aún menos información de la gerencia. De manera similar, si a los directores externos de las corporaciones públicas, que son principalmente ejecutivos *senior* de otras corporaciones homólogas, les falta el tiempo para un monitoreo real<sup>29</sup>, a los representantes de los accionistas asignados a numerosas sociedades de cartera presumiblemente no sólo les faltaría tiempo, sino también el *expertise* de los ejecutivos externos.

En resumen, la estrategia del comité consultivo identifica de manera correcta el problema –los inversionistas institucionales necesitan una herramienta para monitorear continuamente la gerencia– pero falla en ofrecer una solución seria.

Deja de lado el único instrumento existente que podría ser capaz de compensar las deficiencias del control del mercado: la junta directiva misma.

### C. Reformando el directorio: el rol de los directores externos

En contraste, la final y más agresiva de las estrategias existentes para reformar el gobierno corporativo, se enfoca en la junta de directores. Recientemente, inversionistas institucionales han buscado influenciar directamente la selección de directores externos en sus sociedades de cartera. Por ejemplo, para ganar apoyo en su *proxy fight* con Carl Icahn, la gerencia de Texaco accedió a elegir un miembro del directorio de una lista provista por CalPERS. El resultado fue la adición del presidente de la New York University al directorio de Texaco<sup>30</sup>. De manera similar, Lockheed accedió recientemente a permitir a los inversionistas institucionales a influenciar la selección de tres miembros de su directorio como un medio para ganar su apoyo en la *proxy fight* de 1990 iniciada por Harold Simmons<sup>31</sup>.

Esta estrategia *ad hoc* de tratar de afectar la composición del directorio es un paso importante más allá del comité consultivo de accionistas. No obstante, tiene dos fallas serias. Primero, es reactiva: alguien más tiene que iniciar una *proxy fight* para otorgarle a los inversionistas institucionales poder de negociación. Segundo, está mal dirigida: apunta a nominar directores independientes, quienes, como el presidente de la New York University, se asemejan a los directores externos existentes. Esfuerzos *ad hoc* de nominar directores externos suponen que la existente institución de los directores externos es efectiva. Es muy frecuente, sin embargo, que los directores externos que son seleccionados de la manera usual de un *pool* de candidatos, terminen siendo más independientes de los accionistas de lo que lo son de la gerencia.

Sin embargo, los inversionistas institucionales se han enfocado correctamente en el directorio. En el debate de la gerencia corporativa, en última instancia todos los argumentos convergen en el rol del directorio en general, y en el rol de los

<sup>ix</sup> Nota del traductor: se refiere a la persona o compañía que intenta adquirir el control de una sociedad por medio de la compra de una participación mayoritaria de la misma.

<sup>28</sup> Entre las más recientes, aunque favorables críticas, ver: LORSCH, J. Op. cit. pp. 84-88; JOHNSON, Elmer. "An insider's call for outside direction". En: Harvard Business Review. 1990. p. 46 (antiguo vicepresidente ejecutivo y director de General Motors).

<sup>29</sup> En su investigación, el profesor Lorsch descubrió que el 63% de todos los directores externos Fortune 1000 con CEOs de otras corporaciones. LORSCH, J. Op. cit. p. 18.

<sup>30</sup> FLANIGAN, James. "Texaco stresses the "share" in shareholder". En: Los Angeles Times. 1989.

<sup>31</sup> Una razón distinta para intentar influenciar la identidad de los directores externos estuvo reflejada en los esfuerzos de los inversionistas institucionales que causaron que Exxon nombrará a un ambientalista en su directorio, como consecuencia del derrame de petróleo Exxon Valdez. Ver: WALD, Matthew. "Exxon head seeks environmentalist to serve on board; pension fund pressure" En: New York Times. 1989.

directores externos en particular. Desde que Adolph Berle y Gardiner Means analizaron por primera vez la separación entre propiedad y administración<sup>32</sup>, los comentaristas han buscado el equivalente corporativo del Santo Grial: un mecanismo que sirva como puente para la separación, al hacer a los gerentes responsables por su desempeño. En este punto de la búsqueda, una solución al problema de la responsabilidad ha obtenido el estatus de sabiduría convencional. Independientemente de si uno pregunta al Business Roundtable<sup>33</sup>, al Conference Board<sup>34</sup>, a la American Bar Association<sup>35</sup> o la American Law Institute<sup>36</sup>, la respuesta a la pregunta de quién debería monitorear a la gerencia es la misma: directores independientes externos elegidos por los accionistas. Y es importante entender qué tan penetrante se ha vuelto la institución del director externo. Desde 1987, 74% de los directores de las sociedades que cotizan en bolsa no eran empleados de sus compañías<sup>37</sup>.

La justificación para apoyarse en los directores externos como un mecanismo de monitoreo es sencilla. Como esos directores son *independientes* –es decir, no tienen un interés financiero personal en retener la gerencia– pueden actuar como los sustitutos de los accionistas para asegurarse de que la compañía se maneje en el interés de

los dueños, a largo plazo. Desde el comienzo, sin embargo, este análisis no ha brindado una respuesta analíticamente satisfactoria a la pregunta de quién monitoreará a los monitores<sup>38</sup>.

Dos respuestas inadecuadas se han dado y estas apelan a las preconcepciones de dos muy diferentes participantes en el debate del gobierno corporativo. La explicación gerencial sobre por qué se puede confiar en los directores externos para monitorear de manera efectiva se apoya en la obligación derivada de la nobleza. El carácter personal de individuos prominentes con lazos profesionales y sociales a la comunidad empresarial, dice el argumento, asegura que ellos cumplirán con sus deberes como directores externos sin ninguna necesidad de monitoreo adicional. En marcado contraste, algunos economistas académicos han propuesto una razón bastante diferente para confiar en que los directores externos monitorearán fielmente a la administración: El mercado los castigará si fallan. Eugene Fama expresó el argumento de manera más explícita: “En un estado de evolución avanzada de los mercados externos que refuerza la firma corporativa, los directores externos están a su vez disciplinados por el mercado en base a sus servicios, lo que los valúa de acuerdo a su desempeño como árbitros”<sup>39</sup>.

<sup>32</sup> BERLE, Adolf y Gardiner MEANS. “The modern corporation and private property”. 1932.

<sup>33</sup> The Business Roundtable. “Corporate governance and american competitiveness”. En: Business LAW. 46. 1990.; “Statement of position concerning the role of corporate directors of The Business Roundtable”. En: Business LAW. 33. 1978.

<sup>34</sup> BACON, Jeremy y James BROWN. “Corporate directorship practices: role, selection and legal status of the board”. 1973.

<sup>35</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION “Committee on corporate laws, section of corporation, banking & business law”. En: Corporate director’s guidebook, Business LAW. 33. 1978.

<sup>36</sup> Ver: AMERICAN LAW INSTITUTE. “Principles of corporate governance: analysis and recommendations”. § 3.03. 1982.

<sup>37</sup> Ver: LORSCH, J. Op. cit. p. 17.

<sup>38</sup> Dr. Suess mostró precisamente este problema, nada menos que con rimas, hace casi veinte años:

“Oh, the jobs people work at!  
Out west, near Hawtch-Hawtch,  
there’s a Hawtch-Hawtcher-Bee-Watcher.  
His job is to watch ...  
is to keep both his eyes on the lazy town bee.  
A bee that is watched will work harder, you see.  
Well ... he watched and he watched.  
But, in spite of his watch,  
that bee didn’t work any harder. Not match.  
So then somebody said,  
‘Our old bee-watching man  
just isn’t bee-watching as hard as he can.  
He ought to be watched by another Hawtch-Hawtcher.  
The thing that we need is a Bee-Watcher-Watcher!’  
WELL ...  
The Bee-Watcher-Watcher  
watched the Bee-Watcher.  
He didn’t watch well. So another Hawtch-Hawtcher  
had to come in as a Watch-Watcher-Watcher.  
And today all the Hawtchers who live in Hawtch-Hawtch  
are watching on Watch-Watcher-Watching-Watch,  
Watch-Watching the Watcher who’s watching that bee.  
You’re not a Hawtch-Hatcher. You’re lucky, you see!”

GEISSEL, T (Dr. Suess). “Did I ever tell you how lucky you are?”. 1973. pp.26-29.

<sup>39</sup> FAMA, Eugene. “Agency problems and the theory of the firm”. En: Journal of Political Economy 88. 1980. Algunos observadores

Desafortunadamente, ninguna de estas explicaciones, al por qué los directores externos cumplirían sus funciones de manera efectiva, es muy persuasiva. Buen carácter e independencia financiera de la gerencia pueden ser condiciones necesarias para un monitoreo efectivo, pero no son suficientes. Primero, incluso los directores externos financieramente independientes dependen de la administración para conservar sus puestos como directores, ya que la gerencia típicamente selecciona sus propios directores externos. De este modo, los directores que desean retener sus posiciones no son independientes de esta. Segundo, la mayoría de los directores externos comparten la disposición ideológica de la gerencia hacia el tema más importante de sus responsabilidades de monitoreo: el nivel de intensidad que *deberían* tener los directores externos al monitorear a la gerencia<sup>40</sup>. Un 63% de los directores externos de compañías que cotizan sus acciones en bolsa son CEOs de otras compañías públicas<sup>41</sup>. Es improbable que estos directores monitoreen de manera más efectiva de lo que ellos creen que deberían ser monitoreados por sus propios directorios. Tercero, los directores externos no son socialmente independientes. Como dijo Victor Brudney: "ninguna definición de independencia ofrecida aún, impide a un director de ser amigo, o miembro de los mismos clubes, asociaciones, u organizaciones caritativas, de las personas cuyo [desempeño] se le pide evaluar"<sup>42</sup>. Finalmente, en adición a estos obstáculos de dependencia, ideológicos y sociales al monitoreo, los directores externos típicamente

carecen de un incentivo afirmativo para monitorear de manera efectiva. La corporación no puede simplemente pagar a los directores externos una gran suma para inducirlos a monitorear de manera cuidadosa, porque el prospecto de un gran pago en sí mismo disminuye su independencia financiera. Aun así, cualquier esfuerzo sincero para monitorear impone inevitablemente grandes costos personales a los directores externos. Como muchos comentaristas han señalado, los directores externos carecen de tiempo, *expertise*, personal e información para enfrentarse a la gerencia, mientras que esta, no sólo controla estos recursos, sino que también tiene un incentivo directo y poderoso para dirigir la política corporativa sin interferencias<sup>43</sup>.

La creencia de que un mercado para los directores externos proveerá el incentivo faltante para los directores independientes no es menos un mito que la creencia en la eficacia de la obligación de nobleza de los directores. Este argumento refleja lo que puede ser llamado el *mercado perfecto* o, más ligeramente, la falacia del *can opener*<sup>44</sup>. La premisa mayor de este silogismo falaz es que un mercado perfecto genera los incentivos adecuados para todos; la premisa menor es que un mercado tal existe, y la conclusión, en nuestro caso, es que los directores tienen los incentivos adecuados para monitorear. Puesto así, la falacia del argumento se hace aparente: asume que el mercado para directores opera de manera efectiva, por no decir perfecta. Sin embargo, simplemente no hay

interesando creen, aparentemente, tanto en la nobleza como en la presión del mercado. Al comentar sobre las disposiciones de The American Law Institute's Corporate Governance Project que desarrollan las transacciones en el control, el reconocido abogado Martin Lipton señala: "The structure of the modern public corporation has many means of aligning the interests of managers and shareholders(...). An executive must answer to a board of independent directors, who face their own social and economic pressures to ensure that the corporation they direct is successful". Memorandum de Martin Lipton al jefe de redacción de "Principles of corporate governance: analysis and recommendations". American Law Institute. 1990. (en el archive de Stanford Law Review).

<sup>40</sup> Por ejemplo, el reciente estudio del profesor Lorsch, que incluía a más de 900 directores externos de 400 compañías Standard & Poor's, muestra un sesgo ideológico: "[O]ur data reveal that despite serious motives for joining boards, many directors still feel they are serving at the pleasure of the CEO-chairman. This is true even though 74% of directors are now outsiders...". LORSCH, J. Op. cit. p. 17.

<sup>41</sup> *Ibid.* p. 18.

<sup>42</sup> BRUDNEY, Victor. "The independent director - heavenly city or potemkin village?". Harvard Law Review 95. 1982. Elmer Johnson, antiguo vicepresidente y director de General Motors, ha hecho recientemente un comentario similar. JOHNSON, Elmer. Op. cit. p. 47. (se observa una "espíritu colectivo entre los miembros del directorio).

<sup>43</sup> El profesor Lorsch argumenta persuasivamente que los directores externos pueden funcionar eficientemente en tiempos de crisis, cuando las circunstancias requieren que estos inviertan una gran cantidad de tiempo y la misma crisis transfiera el control y otros recursos corporativos de la administración a los directores externos. LORSCH, J. Op. cit. pp. 97-139. En estas situaciones, la excepción prueba ser nada más que eso, una excepción. Un sistema de gobierno que pueda operar solo como respuesta, tiene el desafortunado efecto de asegurar la ocurrencia de una crisis.

<sup>44</sup> La referencia al *can opener* (abre latas) tiene su origen en una broma sobre los economistas (que los abogados cuentan como una defensa a los chistes de abogados que los economistas les dirigen). Tres sobrevivientes del hundimiento de un barco, son arrastrados hasta una isla desierta: un químico, un físico y un economista. Su única fuente de alimentos es una lata de vegetales, éstos no tienen forma de abrirla. Después de buscar por la playa, el químico señala que de combinar los químicos de la arena con aquellos de la tierra que encontró cerca, ésta mezcla corroería la lata de ser calentada a la temperatura adecuada. Sin embargo, el sol no generaría suficiente calor y ninguno de ellos tenía fósforos. Entonces, el físico dijo que si lanzaban una roca al aire, con suficiente fuerza y en el ángulo adecuado, esta caería en la lata y la rompería. Sin embargo, ninguno de ellos tenía suficiente fuerza. Finalmente, el químico y el físico preguntaron molestos al economista cuál sería su solución. Este respondió que su disciplina proveía la mejor respuesta a su problema: "Simplemente asumamos un abre latas".

evidencia de que algo como un mercado efectivo para directores externos exista en absoluto<sup>45</sup>.

Es aquí, pues, donde reside el problema. Por un lado, la junta de directores es el único mecanismo existente para monitorear a los gerentes. Por otro lado, desde los observadores de juntas de directores más comprensivos<sup>46</sup> hasta los menos comprensivos<sup>47</sup> han llegado a reconocer lo que ha debido ser obvio todo el tiempo: la solución corporativa tradicional de introducir directores externos como puente para la separación entre propiedad y control tiene limitaciones dramáticas.

### III. ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO ALTERNATIVAS: LA ASOCIACIÓN DE LBO Y LOS GRUPOS CORPORATIVOS JAPONESES Y ALEMANES

Una reforma efectiva del gobierno corporativo requiere una nueva aproximación, ya que incluso la mejor estrategia institucional a la fecha –influir la selección de directores externos– no puede tener éxito en su forma actual. Para comenzar la búsqueda de una nueva estrategia, es útil considerar dos aproximaciones radicales que se encuentran fuera de los límites tradicionales del debate: uno proveniente de los Estados Unidos y el otro proveniente de Japón y de Alemania. Aunque ninguna de las dos aproximaciones ofrece a los inversionistas institucionales una agenda atractiva, cada uno sirve para resaltar los elementos que una agenda factible tiene que contener.

La alternativa nacional a las estructuras de gobierno corporativo tradicionales de las corporaciones públicas es, lo que Michael Jensen llama la “LBO Association”<sup>48IX</sup>. Esta estructura es un puente para la separación entre la propiedad y la gerencia al eliminar a los accionistas públicos, típicamente a través de una compra apalancada

de la administración. Tres grupos componen a la LBO Association: una sociedad patrocinadora, que controla al menos 20% de las acciones y monitorea la gerencia de la compañía; los gerentes de la compañía, que también son dueños de una cantidad sustancial de las acciones, que puede ser financiada en su totalidad por préstamos personales; y los inversionistas institucionales, quienes proveen el balance de la deuda y las acciones necesarias para la adquisición. La separación entre propiedad y control es minimizada porque tanto los administradores como los monitores son accionistas representativos, con intereses que siguen de cerca la huella de aquellos de los inversionistas pasivos en la compañía. Efectivamente, los patrocinadores y la administración pueden beneficiarse o perder, proporcionalmente, incluso más que los inversionistas pasivos cuando la compañía se desempeña bien o pobremente. Adicionalmente, la gran carga de la deuda de la compañía es un importante mecanismo de control en sí misma: permite a los gerentes poco espacio para errores antes de que el inversionistas institucionales puedan tomar acciones correctivas especificadas en los términos del contrato de deuda<sup>49</sup>.

Como describió Jensen, la LBO Association contiene una lección útil para los inversionistas institucionales: un monitor profesional que está motivado de manera adecuada, como por ejemplo un patrocinador de LBOs, puede ser un medio invaluable para construir un puente entre la separación entre propiedad y control. No obstante, la estructura de las LBOs no es adecuada para los inversionistas institucionales porque *resuelve* el problema de gobierno interno en gran parte mediante la eliminación de este a través de la sustitución sistemática de la deuda por acciones y la inserción de abrumadores incentivos financieros. La receta del LBO no solamente

<sup>45</sup> Steven Kaplan and David Reishus probaron información que consideran “suggest that top managers face an external labor market as described by Fama”. KAPLAN, Steven y David REISHUS. “Outside directorships and corporate performance”. En: Journal of Financial Economics (próximamente).

Ellos estudiaron lo que sucedía con los directores externos que también eran CEOs de otras compañías, cuando sus propias compañías se desempeñaban pobremente, medida por una reducción de dividendos de 25% en los últimos doce meses. Los datos muestran que sólo uno de cada seis ejecutivos pierde su puesto como director externo en los tres años siguientes al anuncio de la reducción de dividendos en su compañía. Es así que los autores concluyen que, a pesar de que “perceived managerial ability matters in the external labor market, it may not matter a great deal. Top executives of the poorer performers are not significantly more likely than better performers to lose outside directorships they already have”. Más que evidencia de la existencia de las limitantes en el mercado de directores externos, la información nos sugiere que dicho mercado, como existe en la actualidad, es bastante ineficiente. Para datos similares ver: GILSON, Stuart. “Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default”. 1990. (paper presentado en una conferencia sobre “The structure and govern governance of enterprise”. Harvard Business School. 1990. (en el archivo de Stanford Law Review).

<sup>46</sup> Ver: LORSCH, J. Op. cit.; JOHNSON. Op. cit.

<sup>47</sup> Ver: BRUDNEY. Op. cit. p. 42.

<sup>48</sup> JENSEN, Michael. “Eclipse of the public corporation”. En Harvard Business Review. 1989. p. 61.

<sup>IX</sup> Nota del traductor: la sigla LBO es utilizada en lugar de *leveraged buyout*. Esta es una compra financiada por medio de una deuda garantizada por los activos de la empresa que se está adquiriendo, se trata de una compra apalancada.

<sup>49</sup> Los incentivos para el patrocinador y la gerencia para ser menos adversos al riesgo que los inversionistas pasivos porque su inversión tiene carácter de una opción, es al menos parcialmente mejorada por estas técnicas de aplicación disponibles para los inversionistas pasivos.

prescribe el retiro del mercado público, sino que también requiere una reasignación enorme de acciones a los *insiders*. Adicionalmente, la estructura de los LBO es simplemente inapropiada, según la propia descripción de Jensen, para un gran número de corporaciones que requieren un flujo de caja flexible para financiar R&D o para competir en los mercados crecientes<sup>50</sup>. Efectivamente, sin perjuicio de la convincente explicación de sus virtudes hecha por Jensen, la LBO Association puede ser una forma organizacional temporal aun en su habitud natural de industrias estables<sup>51</sup>.

La segunda alternativa radical –la típica estructura de gobierno de las corporaciones Japonesas y alemanas– inicialmente parece ser más compatible con la orientación de los inversionistas institucionales estadounidenses hacia el mercado público, aunque sea más remota desde una perspectiva cultural o legal. Jensen anota que una LBO Association se comporta bastante como un *keiretsu* Japonés, un grupo económico en el que el banco principal de una compañía es también un accionista principal y una influencia dominante para la gerencia<sup>52</sup>. Mark Roe describe una estructura similar a la alemana, donde tres bancos controlan más del 40% de las acciones cotizadas en bolsa (por ejemplo, el 28% de Daimler-Benz es poseída por un único banco)<sup>53</sup>. Como con la LBO Association, el modelo de propiedad bancaria –o cualquier estructura similar de monitoreo activo experto hecho por un accionista

influencia– también contiene una lección para los inversionistas institucionales: el problema de gobierno puede ser solucionado sin abandonar el mercado público si un solo accionista con poder suficiente de voto y con experiencia emerge para volverse un monitor representativo.

Sin embargo, el *modelo bancario* continúa siendo en gran medida inadecuado para las circunstancias del inversionista institucional estadounidense. Como el modelo de LBO, el modelo bancario unifica, en lugar de servir como puente, a la propiedad con el control. Combina una propiedad masiva de acciones con la *expertise* de los profesionales internos quienes, en este caso, son banqueros hábiles en el monitoreo debido a su primera profesión<sup>54</sup>. Los fondos de pensión y otras instituciones americanas carecen de un grupo de empleados de habilidad comparable. Más aun, incluso si las instituciones americanas poseyesen el *expertise* requerida, los obstáculos para importar el modelo bancario a los Estados Unidos continuarían siendo formidables. No solamente hay barreras a la propiedad activa de acciones por parte de intermediarios financieros en los Estados Unidos, sino que, y de manera igualmente importante, hay barreras políticas y regulatorias profundamente enraizadas en nuestro carácter populista<sup>55</sup>. Como Roe concluye en su análisis histórico de estos obstáculos, “la historia corporativa [americana] puede ser vista como un esfuerzo para encontrar substitutos para

<sup>50</sup> GILSON, Ronald. “Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes”. *Virginia Law Review* 73. 1987. (comparando características relativas a *leveraged buyouts* con aquellas relativas a reestructuraciones duales de capital); LEHN, Kenneth, NETTER, Jeffrey y Annette POULSEN. “Consolidating corporate control: the choice between dual-class recapitalizations and leveraged buy-outs”. En: *Journal of Financial Economics* (próximamente) (test empírico de la hipótesis de Gilson).

<sup>51</sup> Ver: BHAGAT, SHLEIFER y VISHNY. Op. cit. p. 3 (representando a la LBO como un “transitory arrangement used to allocate assets to corporations managing other similar assets”).

<sup>52</sup> JENSEN. Op. cit. p. 73.; ver también: PROWSE, Stephen. “Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the U.S. and Japan”. 1989. (paper presentado en una conferencia sobre “The structure and govern governance of enterprise”. Harvard Business School. 1990) (en el archivo de Stanford Law Review), (reportando que, en promedio, el acreedor principal de una compañía Japonesa es también propietario del 6.2% de las acciones de esta; los cinco acreedores principales son dueños del 18.2% de las acciones de dicha empresa; y de una muestra de 133 compañías, el mayor acreedor es también el mayor accionista en 57 compañías, mientras que en otras 67 compañías, el principal accionista y el principal acreedor eran miembros del mismo *keiretsu*). El paralelo a una LBO Association no es perfecto, sin embargo, las compañías dentro de mismo *keiretsu* tienen tanto lazos de abastecimiento, cuanto nexos económicos. Para una comparación interesante entre LBO Associations y los modelos bancarios alemanes y Japoneses, ver: BUXBAUM, Richard. “Institutional owners and corporate managers: a comparative perspective”. 1990. pp. 47-48. (manuscrito no publicado) (en el archive de The Stanford Law Review).

<sup>53</sup> ROE, Mark. “Legal restraints on ownership and control of public companies”. En: *Journal of Financial Economics* (próximamente); ver también CABLE, John. “Capital market information and industrial performance: the role of West German banks”. *Economic Journal* 95. 1985. pp. 118-129 (“West German banks provide industry with substantial long-term finance, have extensive control over shareholders’ voting rights and are widely represented on company boards”); LOWENSTEIN, Louis y Ira MILLSTEIN. “The american corporation and the institutional investor: are there lessons from abroad?”. En: *Columbia Business Law Review*. 1988. pp. 739-747 (“On one end of the spectrum is the German experience, where there is a substantial concentration of voting rights in a relatively small number of large banks. It is through the exercise of those voting rights that the large banks directly influence the selection of corporate executives and managing boards and indirectly influence all fundamental business decisions.”).

<sup>54</sup> AOKI, Masahiko. “Toward an economic model of the japanese firm”. En: *Journal of Economic Literature* 28. 1989. pp. 14-20.; HOSHI, Takeo, KASHYAP, Anil y David SCHARFSTEIN. “The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan”. 1990. (paper presentado en una conferencia sobre “The structure and govern governance of enterprise”. Harvard Business School. 1990) (en el archivo de Stanford Law Review); y SHEARD, Paul. “The main bank system and corporate monitoring and control in Japan”. En: *Journal of Economic Behavior and Organization* 11. 1989. Analice el rol de monitor de los principales bancos japoneses, en particular en la fijación de problemas de una de las compañías del grupo.

<sup>55</sup> Ver: ROE, Mark. “A political theory of american corporate finance”. En: *Columbia Law Review* 91. 1991.

el monitoreo directo [de la administración] que la política rechazó”<sup>56</sup>.

#### IV. LA NECESIDAD DE REINVENTAR A LOS DIRECTORES EXTERNOS: CRITERIOS DE DISEÑO Y LOS LÍMITES DE LAS PROPUESTAS ACTUALES

Como sugiere este pequeño trabajo, el rango de las soluciones existentes para el problema del gobierno corporativo deja a los inversionistas institucionales en un dilema. Por un lado, las estrategias de reforma que ahora persiguen – limitar las defensas *anti-takeovers*, estableciendo comités consultivos, e intentando instalar directores externos tradicionales– son muy limitadas. Particularmente, los directores externos tienden a ser mucho más independientes de los accionistas de una compañía que de sus gerentes. Por otro lado, las soluciones radicales que podrían solucionar el problema de gerencia –es decir, la LBO Association y los modelos bancarios– colisionan con el rol existente y con la identidad básica de los inversionistas institucionales. Estos modelos exigen cambiar el *expertise* de alta potencia por una posesión concentrada de acciones de una forma que las instituciones americanas no desean, ni son capaces, de emprender por sí solas. El reto para los inversionistas institucionales, entonces, es ensamblar la estructura de gobierno existente de las sociedades que cotizan en bolsa, incluyendo la junta de directores, con el patrón existente de propiedad existente en estas, para así crear una nueva estructura que duplique las capacidades de monitoreo de la LBO y de los modelos bancarios.

##### A. Criterios de diseño

Para crear esta nueva estructura, los inversionistas institucionales deben poseer el poder de voto y el incentivo para monitorear el desempeño corporativo, y también los medios para monitorear y subsecuentemente influenciar a la administración. Es más, estos elementos, no pueden ser combinados en una única entidad, tal como una LBO Association o un banco *principal*. En lugar de eso, estos deben ser armonizados con las capacidades existentes de los inversionistas institucionales, con las seguridades existentes en el mercado, y con las actuales obligaciones legales y las políticas de los intermediarios financieros.

La buena noticia es que la mitad de la batalla ya

ha sido ganada: los inversionistas institucionales ya tienen el poder de votación necesario. Como resultado del crecimiento de las participaciones institucionales durante los 80s, un número razonable de instituciones ahora están al mando lo que sería, si fuese votado de manera coordinada, un bloque de acciones controlador en muchas sociedades que cotizan en bolsa<sup>57</sup>. Es más, el interés institucional en la gerencia corporativa demuestra que estos inversionistas tienen los incentivos de monitoreo requeridos. Nuestro esfuerzo inicial de ofrecer una normativa modelo de la relación entre el inversionista institucional y las sociedades de cartera no estuvo diseñado para despertar el interés en el gobierno corporativo; estuvo diseñado para explicar un compromiso de reforma que actualmente está bien desarrollado.

La mala noticia, sin embargo, es que la mitad de la batalla no ha sido siquiera luchada: el *expertise* para monitorear la administración y el mecanismo organizacional para influenciarlo aún faltan. Como los inversionistas institucionales carecen del *expertise* para monitorear por sí mismos, deben delegar la función de monitoreo a expertos externos. Adicionalmente, como las instituciones individuales carecen de votos para afectar la política corporativa deben delegar de manera cooperativa la función de monitoreo a profesionales externos representativos.

Esto nos lleva de vuelta al director externo. El director experto parecería ser un mecanismo ideal para el monitoreo delegado, este director sería escogido con la cooperación de los inversionistas institucionales. Sólo hay un problema: como ya hemos dicho, los directores externos simplemente no son representantes confiables de los intereses de los accionistas. Así, si la nueva estructura de monitoreo depende del uso de los directores externos, entonces el sistema de directores externos necesita una reforma.

##### B. Las limitaciones de las propuestas actuales: independencia de los accionistas y la necesidad de implementación

Precisamente porque el sistema de gobierno actual de los directores externos fracasa tan claramente en monitorear de manera efectiva, muchos comentaristas han propuesto formas de reformar el sistema que consisten en eliminar la dependencia de los directores externos frente a

<sup>56</sup> ROE. Op. cit. p. 53. Por supuesto, que institución sustituye cual depende de la perspectiva. Mientras Roe caracteriza a las adquisiciones como un sustituto para el modelo bancario en Estados Unidos, Shread caracteriza el modelo bancario japonés como un “substitute for the missing takeover market in Japan”. SHEARD. Op. cit. p. 399. Más específicamente “the main bank performs a role that closely parallels in its effect the external takeover market: in particular in bringing about the displacement of ineffectual management and the reorganization of corporate assets to improve efficiency.” Ibidem. p. 409.

<sup>57</sup> Ver notas 89-92.

la gerencia. Estas propuestas típicamente sitúan el problema en el control de la administración en el *proxy process*, y abogan por una expansión más o menos extensiva del acceso de los accionistas a la dinámica de representación (*proxy machinery*<sup>X</sup>). Por ejemplo, Melvin Eisenberg ha recomendado permitir a los accionistas, que mantienen más de 5% de las acciones de la corporación, a que nominen directores en la declaración informativa de la corporación<sup>58XI</sup>. De manera más expansiva, Louis Lowenstein ha urgido a que los accionistas reciban el derecho exclusivo de nominar a un quinto o a un cuarto del directorio<sup>59</sup>. En el extremo, Geroge Dent ha sugerido conceder acceso exclusivo a la *proxy machinery* en un comité conformado por diez o veinte de los mayores accionistas de la corporación<sup>60</sup>.

Estas propuestas comparten dos defectos: primero, simplemente hacen a los directores externos independientes de la administración, en lugar de *dependientes* de los accionistas; y segundo, implementarlos requiere la cooperación de una de tres poco probables fuentes: una legislatura estatal, el gobierno federal o la corporación misma.

El primer defecto refleja un problema familiar, cuando las acciones están dispersas, no queda nadie para monitorear a los monitores. Si los directores no tienen ningún incentivo afirmativo para monitorear, la única solución posible es hacer a los directores económicamente independientes de la administración y, en las palabras de Peter Drucker, "elegir directores *profesionales*, hombres o mujeres de respetada imagen y probada capacidad, quienes, como miembros de la junta, puedan ser realmente independientes de la gerencia"<sup>61</sup>. Como hemos visto, sin embargo, esto no es ningún sustituto para dar a los directores incentivos

para monitorear de forma efectiva, en interés de los accionistas. Más que eso, elegir directores externos por un comité de accionistas, en lugar de por la gerencia, no produce dependencia de los directores externos al comité de accionistas. Por ejemplo, cuando Texaco permitió a CalPERS, en conexión con su *proxy fight* con Carl Icahn, ayudarlo a seleccionar un nuevo miembro del directorio, el nominado que emergió era el presidente de una gran universidad. Independiente de la gerencia, quizás; pero dependiente de los accionistas, difícilmente<sup>62</sup> (ni siquiera si particularmente este presidente universitario resultase tener el tiempo y las habilidades para monitorear a la administración de una compañía de recursos naturales, verticalmente integrada).

El segundo defecto común a las pasadas propuestas de reforma –es que ellas requieren demasiada cooperación de la compañía o del gobierno– simplemente refleja realidades políticas. La posibilidad de una acción inmediata para reformar la selección de directores externos, ya sea por parte de la gerencia corporativa o de legislaturas estatales, la Securities and Exchange Commission, o el congreso, parece remota. A la fecha, las corporaciones han permitido a los inversionistas institucionales participar en la selección de miembros de la junta sólo cuando, como en los casos de Texaco y Lockheed, la administración necesitaba votos en una dura *proxy fight*. Las probabilidades no mejoran en cuanto a una iniciativa regulatoria. Las legislaturas estatales están restringiendo, no expandiendo, el acceso de los accionistas a la *proxy machinery*<sup>63</sup>. A pesar de que la Securities and Exchange Commission aparentemente tiene autoridad de acuerdo a la sección 14(a) del Securities Exchange Act para ordenar un mayor acceso a la *proxy machinery*<sup>64</sup>,

X Nota del traductor: se trata de los recursos utilizados en una *proxy fight*.

58 EISENBERG, Melvin. "The structure of the corporation". 1976. pp. 117-121.

XI Nota del traductor: Es un requisito de información presentado por la Securities and Exchange Commission americana.

59 LOWENSTEIN, Louis. "What's wrong with wall street: short-term gain and the absentee shareholder". 1988. pp. 209-211.

60 DENT JR., George. "Toward unifying and control in the public corporation". En: Wisconsin Law Review 881. 1989 pp. 907 y 908.

61 DRUCKER, Peter. "The unseen revolution: how pension fund socialism came to America". 1976. p. 91.

62 El problema aparece en la reciente enmienda a la Michigan Business Corporation Act que crea un director estatutario independiente. En: Michigan Compiled Laws § 450. 1505. 1989. (Michigan Statutes, Annotated § 21.200(505)(3). Callaghan. 1990). Según el estatuto, tanto el directorio como los accionistas pueden designar un director "independiente", si el candidato no incurre en causales estándar de conflicto de intereses en otra relaciones con la corporación o con sus ejecutivos y si no ha sido director en los últimos tres años. Una vez designado como independiente, el director puede recibir una compensación especial, tendrá acceso a fondos corporativos disponibles para gastos relacionados a sus obligaciones y más importante, podrá comunicarse con los accionistas, a expensas de la corporación, en cualquier momento que la sociedad envíe a sus accionistas. El estatuto fomenta a las corporaciones a colocar directores independientes al atribuirles un peso especial a sus determinaciones relativas a indemnización, ratificación de transacciones interesadas y terminando los litigios derivados. Mientras el esfuerzo de Michigan es el de mayor alcance hasta la fecha, en términos de lograr independencia, este también es muestra de la continua ausencia de responsabilidad por parte de los accionistas. En efecto, los redactores del estatuto son explícitos en retirar cualquier tipo de responsabilidad de los accionistas: "[T]he independent director is intended to represent the corporation as a business enterprise and evaluate proposals in light of the corporation's best interests. As a result, deliberations will include a representative of the corporation itself instead of only managers and shareholder groups who may not always have the business enterprise as their primary concern". MOSCOW, Cyril, LESSER, Margo y Stephen SCHULMAN. "Michigan's Independent Director". En: Business Lawyer 46. 1990. pp. 57-59.

63 Ver nota 25.

64 15 U.S.C. § 78n(a). 1988.

y CalPERS<sup>65</sup> y la United Shareholders Association<sup>66</sup> la han impulsado a hacerlo, ninguno de los pronunciamientos públicos de la Securities and Exchange Commission sugiere que la acción sea inminente. Y no hay razón para esperar acción del Congreso. En el clima político actual, es probable que este trate el acceso a la *proxy machinery* como parte del debate sobre las adquisiciones hostiles y que considere el acceso extensivo como una posición *pro-raider*. Más que eso, ya que el congreso ha declinado tratar directamente con el fenómeno de los *takeovers*<sup>67</sup>, la acción legislativa es ahora aún menos probable.

En suma, el rango de las propuestas actuales para reformar la selección de los directores externos no es políticamente viable y probablemente no sería efectivo. A pesar de eso, el director externo sigue siendo clave para cualquier esfuerzo plausible que tenga como fin introducir un monitoreo efectivo. Una aproximación cualitativamente diferente a la selección y motivación de los directores externos es necesaria<sup>68</sup>.

## V. UNA AGENDA PARA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES: CREANDO UN NÚCLEO DE DIRECTORES PROFESIONALES

Hasta ahora hemos esquematizado un anhelado objetivo para una reforma del gobierno corporativo en defensa de los inversionistas institucionales: la introducción de directores externos que monitorearán activamente a las corporaciones públicas protegiendo los intereses de los accionistas, como los patrocinadores de LBOs, los bancos japoneses y alemanes hoy monitorean a sus compañías clientes. Ha llegado el momento de proponer el modo en que una tal clase de directores pueden surgir y cómo es que éstos trabajarían. Para ser persuasivos, nuestra propuesta debe cumplir con cuatro criterios. Primero, su realización debe ser *factible* y a un costo aceptable. Segundo, debe provocar, en quien las realice, reales *mejoras operacionales* en el monitoreo de las empresas de su cartera. Tercero, debe ser *políticamente viable* para los inversionistas institucionales el implementarlo por sí mismos,

<sup>65</sup> Carta de Dale M. Hanson, California Public Employees' Retirement Systems, a Linda C. Quinn, directora de la Division of Corporate Finance, Securities and Exchange Commission. 1989. En: Archivo de Stanford Law Review.

<sup>66</sup> Ver: Securities Regulation and Law Report 22 (BNA) 464. 1990. (reportado por pedido de la United Shareholder Association para el proceso de establecimiento de reglas).

<sup>67</sup> La única acción significativa del Congreso con respecto a las adquisiciones ha sido a través de la ley de impuestos. Más importante, la Tax Reform Act de 1986 revocó la doctrina de las *General Utilities* que permitió la intensificación de la base de los bienes amortizables de una empresa objetivo, sin incurrir en un pago de impuestos corporativos. 26 U.S.C. § 311(b). 1988. Adicionalmente, el Internal Revenue Code § 5881 impone un impuesto de penalidad en los pagos de *greenmail*, § 4999 impone un impuesto similar en caso de pagos de *golden parachutes*, y § 275(a)(6) dictamina que dichos pagos no son deducibles de impuestos.

<sup>68</sup> Martin Lipton y Steven Rosenblum han profesado un tipo de propuesta diferente para reformar el proceso electoral corporativo: la elección de directores por un período de cinco años durante el cual ninguna adquisición hostil está permitida. LIPTON, Martin y Steven ROSENBLUM. "A proposal for a new system of corporate governance: the quinquennial election of directors". En: University of Chicago Law Review 58. 1991. (próximamente). Según su punto de vista, la principal falla del gobierno corporativo americano es que los directores son demasiado receptivos frente a los accionistas, en lugar de poco receptivos. La amenaza de una oferta hostil (y, necesariamente, la creencia de que los accionistas aceptarán la oferta si esta es presentada), argumentan, hace que la administración trabaje a corto plazo. Asegurando a la gerencia un término de cinco años les permite considerar el largo plazo. Al concluirse los cinco años, los accionistas tendrían la oportunidad de evaluar el desempeño de la administración, asistidos por tres cambios propuestos en el proceso electoral: (i) En un principio, la gerencia tendría que preparar un plan de cinco años y plantearse las metas a cumplir en este período; (ii) al finalizar el término, un agente independiente supervisaría hasta qué punto la gerencia cumplió con los objetivos que esta misma se planteó y proveería dicha evaluación a los accionista; y (iii) en cada elección quinquenal, los grandes accionistas tendrían acceso al *proxy statement* de la gerencia, en caso deseen nominar candidatos a directores. El argumento de Lipton y Rosenblum para defender su propuesta es desconcertante. Empiezan por asegurar que el paradigma familiar de que los directores deben ser receptivos frente a los accionistas es errado porque descansa en la creencia de que los accionistas son dueños de la corporación en algún sentido metafísico. En efecto, aseguran que las corporaciones modernas no son, en ningún sentido, propiedad privada, sino una entidad creada por el Estado en la que los accionistas solo tienen los derechos que el Estado les otorga. Desafortunadamente, Lipton y Rosenblum malinterpretaron el paradigma que critican. La *propiedad* de los accionistas es el resultado de un análisis económico del gobierno corporativo, no la premisa. Como uno de nosotros lo señaló hace diez años, la "description of shareholders as the 'owners' of the corporation does not suggest that [their] role (...) flows, normatively from their 'ownership.' It derives, rather from the need for those holding the residual interest in corporate profits to have the means to displace management which performs poorly. (...) [T]his position is based on matters other than a preconception of the rights associated with 'ownership'; indeed, if the statute did not provide for shareholders we would have to invent them". GILSON, Ronald. "A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers". En: Stanford Law Review 33. 1981. pp. 819-834.; ver: EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. "Voting in corporate law". En: Journal of Law and Economics 26. 1983. p. 395.; FAMA, Eugene y Michael JENSEN. "Agency problems and residual claims" En: Journal of Law and Economics 26. 1983. p. 327. La segunda dificultad con el análisis Lipton-Rosenblum es que ellos asumen su premisa: que la gerencia administra a corto plazo para evadir adquisiciones hostiles. Primero, los autores no ofrecen ningún respaldo empírico a su propuesta, ni tampoco se refieren a los estudios empíricos que no encuentran evidencia de un comportamiento cortoplacista. Ver: Academy Industry Program, National Academy of Sciences, Corporate Restructuring and Industrial Research and Development. 1990. (en adelante Corporate Restructuring) (presentación de Joseph Grundfest resumiendo la evidencia empírica). Segundo, ellos simplemente ignoran la literatura concerniente a las circunstancias que serían necesarias para una administración a corto plazo para ser una respuesta racional de auto-protección a la amenaza de las adquisiciones hostiles. Ver: SHLEIFER, Andrei y Robert VISHNY. "Equilibrium short horizons of investors and firms". En: American Economic Review 80. 1990.; STEIN, Jeremy. "Takeover threats and managerial myopia". En: Journal of Political Economy 96. 1988. p. 61. Estos modelos son ambos restrictivos, en cuanto a las suposiciones necesarias para su derivación y no están concentradas en el establecer que estos supuestos, en efecto corresponden a la realidad. Más aun, Lipton

sin la improbable participación de las sociedades de cartera o las autoridades gubernamentales<sup>69</sup>. Y cuarto, debe ser *legalmente viable* bajo las limitaciones impuestas por la ley vigente. Esta sección esquematiza una propuesta que, creemos, es organizacional y operacionalmente factible. La siguiente sección se ocupa de la propuesta política y legalmente viable.

### A. Introduciendo directores profesionales

Nuestro análisis previo identifica los obstáculos en el monitoreo de directores externos tradicionales, asimismo indica las características que una nueva generación de directores profesionales debe tener<sup>70</sup>. Los directores externos, actualmente, carecen de incentivos para actuar como monitores activos del desempeño de la administración<sup>71</sup>. A pesar de que los directores externos son financieramente independientes, ellos son tradicionalmente elegidos por la administración y permanecen social e ideológicamente ligados a la administración (recuérdese que el 63% de directores externos son presidentes ejecutivos que deben enfrentar a sus propios directorios). Además, los directores externos carecen del tiempo para monitorear, excepto durante crisis corporativas<sup>72</sup>, porque ellos son o CEOs o poseen cargos, a tiempo completo, igual de demandantes. En efecto, si un director asumiera un puesto a tiempo completo en el directorio de una corporación en particular, él dejaría de

ser un director externo. Consecuentemente, una nueva clase de directores externos debe tener el tiempo y habilidad de monitorear enérgicamente en representación de los accionistas; debe ser independiente de la administración para poder realizar su función de monitoreo sin inhibición ni restricciones; y debe tener incentivos para realmente cumplir con su función.

Proponemos crear una novedosa posición, la del director profesional externo, que existirá antes, y separadamente, de la elección de otros directores por parte de las sociedades de cartera<sup>73</sup>. Los principales temas organizacionales son cómo diseñar una posición tal y cómo los inversionistas institucionales pueden actuar colectiva o individualmente para crearla.

#### 1. Diseñando la posición de director profesional

Primero imaginemos al tipo de persona que debería convertirse en director profesional. Consideremos, por ejemplo, a una persona de 50 años, catedrático en finanzas de una escuela de post grado, o socio de una de las compañías parte del *Big Six public accounting firms*<sup>x1</sup>, o de una gran empresa consultora. Es probable que muchos de estos individuos tengan la habilidad para monitorear a la administración de las corporaciones públicas. El reto está en diseñar una posición que estos expertos estén dispuestos a

y Rosenblum ignoran una explicación mucho más parsimoniosa para la orientación cortoplacista que aseguran existe. Si el costo del capital es mayor en los Estados Unidos que en Japón (la comparación estándar para aseverar que los gerentes americanos tienen una perspectiva cortoplacista), entonces la preferencia de los gerentes americanos, por proyectos de con un horizonte más cercano que el de sus homólogos japoneses, es simplemente un resultado de la toma de decisión de los americanos considerando el presupuesto, conforme a la regla del valor presente neto. Debido a que los gerentes americanos deben aplicar una tasa de descuento más alta, mientras más largo el proyecto, más probable es que el proyecto tenga un valor presente neto positivo para las compañías japonesas y un valor presente neto negativo para las compañías norteamericanas. La evidencia empírica disponible describe precisamente este costo de capital diferencial. Ver: Corporate Restructuring.

La dificultad más compleja del análisis Lipton-Rosenblum es su inconsistencia interna. Por un lado, Lipton y Rosenblum alaban los sistemas de gobierno alemanes y japoneses como "means of promoting long-term wealth creation and stability while effectively monitoring the business and performance of their corporation's managements". LIPTON y ROSENBLUM. Op. cit. Como fue discutido en el texto acompañando a las notas 52-56, los modelos alemán y japonés provén un monitoreo continuo por profesionales bancarios, en lugar de un intermitente monitoreo *todo o nada* que caracteriza los procesos de adquisición. Sin embargo, la propuesta quinquenal, eliminando las adquisiciones hostiles y las *proxy fights* por cinco años, difícilmente resulta en un constante monitoreo de la administración que es central en los modelos alemán y japonés. En el mejor de los casos, la propuesta meramente recrea el monitoreo intermitente que buscaba eliminar.

<sup>69</sup> No objetamos la cooperación de las compañías, o del Congreso; simplemente, basados en la historia, no la esperamos. Consecuentemente, propuestas que requieran dicha cooperación carecen de potencial para ser de ayuda en la actualidad.

<sup>70</sup> Ver notas 40-43.

<sup>71</sup> Los directores externos actúan mucho más eficientemente en situaciones de crisis. Ver nota 43. En estas situaciones, son los eventos –los ejemplos de Lorsch son sobre adquisiciones y rotaciones imprevistas de ejecutivos– los que fuerzan a los directores a cumplir su rol de monitoreo. La meta, sin embargo, es diseñar un sistema en el cual el monitoreo precede, y en consecuencia a veces evita, el comienzo de una crisis.

<sup>72</sup> Una vez más, las crisis provocan la excepción, forzando a los directores a pasar mucho más tiempo en ellas, lo que necesariamente provoca que obtengan más información.

<sup>73</sup> Nuestra propuesta de crear una posición de director profesional externo no totalmente novedosa. En algunos aspectos fue presentada hace más de 50 años por William O. Douglas, el entonces presidente de la Securities and Exchange Commission. Joel Seligman nos cuenta que Douglas presentó un punto clave "urging smaller boards made up of adequately paid directors, whose primary business would be to serve on the boards of a few corporations so that each director could acquire a thorough knowledge of the corporations". SELIGMAN, Joel. "The transformation of Wall Street 207". 1982.

<sup>x1</sup> Nota del traductor: El grupo de compañías conocido como el *Big Six* incluía, al momento de ser escrito el artículo, a Arthur Andersen; Coopers & Lybrand; Deloitte Touche; Ernst & Young; KPMG Peat Marwick; y Price Waterhouse.

aceptar y que los provea del tiempo e incentivos para realizar su labor eficientemente.

Ahora imagine que esta nueva posición requiera un involucramiento a tiempo completo y que obligue a cada experto a trabajar en los directorios de, quizás, seis sociedades de cartera. En este caso, la compensación anual de cada miembro del directorio, solo por pertenecer al mismo, excederá los 250,000 dólares: monto equivalente al pago ordinario por dietas y beneficios que una de las compañías del *Big Six* daría a sus directores. Probablemente esta suma atraerá a profesionales de primera categoría, incluso sin ninguna compensación adicional (aunque un pago tal pueda ser entregado en caso este sea necesario). Los profesionales que describimos podrían, sin lugar a duda, ganar más en otros puestos de trabajo pero difícilmente podrían satisfacer el interés profesional intrínseco a la labor de un director o alcanzar el prestigio social que les otorgaría el pertenecer a múltiples directorios.

Una vez que los individuos que cumplan con los requisitos acordados acepten servir como directores profesionales, ellos disfrutarán de los dos recursos esenciales para el monitoreo efectivo: un mandato efectivo y el tiempo para familiarizarse con las compañías. Puesto que dichos directores trabajarían a tiempo completo, sus cargos no tendrían un rol accesorio. Además, debido a que estos no asumirían ninguna otra obligación, tendrían más tiempo para dedicar a cada compañía, del que actualmente poseen los directores profesionales, y mayor flexibilidad para distribuir su tiempo entre las compañías conforme surjan necesidades<sup>74</sup>. Por ejemplo, durante períodos de crisis o de pobre desempeño tendrán la libertad de concentrarse en sus compañías más necesitadas. Por supuesto, esta relativa flexibilidad y especialización llevaría a que los directores profesionales jueguen un rol más activo en sus respectivos directorios del que un director externo tradicional podría darse el lujo de aceptar, incluida una desproporcionada cantidad de importantes

designaciones en el comité. Esto es precisamente lo que los inversionistas institucionales deben desear. Sólo los directores profesionales que juegan un papel relevante en el directorio, podrán actuar como monitores eficientes.

Lo más importante es que la presencia de un director profesional elimina el problema de los incentivos, presente en los directores internos a tiempo completo y los directores externos convencionales. A diferencia de otros proyectos para directorios a tiempo a completo, nuestra propuesta no ataría a los directores a una única compañía. Nuestros directores servirían a tiempo completo sólo con respecto a la combinación de compañías para las que fueron elegidos por los inversionistas institucionales. Así, estos permanecerán económicamente independientes de la administración de cualquiera y de todas sus compañías<sup>75</sup>. Esto marca la diferencia con otras propuestas, sin embargo, la nuestra parte del antiguo modelo de independencia económica al crear directores profesionales económicamente dependientes de su desempeño, como lo hacen los auspiciadores de las LBOs y los accionistas-directores de los grupos corporativos japoneses y alemanes controlados por bancos. Si los inversionistas institucionales estuvieran disconformes con un director profesional, podrían negarse a reelegirlo, no solo en un directorio, sino en todos de los que forme parte<sup>76</sup>.

## 2. Implementando la nueva posición

El director profesional externo es una forma de alcanzar la visión idílica de Eugene Fama de un mercado de directores externos trabajando para asegurar un óptimo gobierno corporativo<sup>77</sup>. Sin embargo, el mercado que prevemos sería mucho más organizado que el presentado por Fama, puesto que los *compradores* de nuestro mercado (inversionistas institucionales) podrían elegir directores profesionales sólo si cooperan al momento de votar. En otras palabras, los directores profesionales son un bien público

<sup>74</sup> El director externo promedio hoy dedica alrededor de catorce días al año a cada uno de los directorios a los cuales pertenece. Esto, incluidos el tiempo de viaje, preparación y el trabajo en los comités. HEIDRICK & STRUGGLES, INC. "The changing board 9". 1988. LORSCH, J. Op. cit. El profesor Lorsch reconoce a la falta de disponibilidad de tiempo como el problema más importante al que se enfrentan los ejecutivos financieros y los profesionales que son llamados a conformar un directorio. Por el contrario, un director profesional que trabaje para seis directorios podría dedicar, en promedio, cuarenta días al año a cada uno de ellos. Adicionalmente, la flexibilidad de los directores profesionales para distribuir su tiempo magnificará las ventajas. Así, sólo considerando este aspecto, los recursos de un director profesional excederían ampliamente a los de un director externo tradicional.

<sup>75</sup> El continuo apoyo de los inversionistas institucionales aseguraría la independencia de los directores profesionales. Probablemente, los inversionistas institucionales estarían inclinados a apoyar a este tipo de directores en cualquier disputa con la administración, en cuyo caso la gerencia podría remover a estos directores sólo bajo el riesgo de iniciar una lucha de representantes.

<sup>76</sup> Además del poder de facto para despedir directores profesionales que no se desempeñen satisfactoriamente, los inversionistas institucionales también podrían experimentar con otros medios para incentivar a sus directores, tales como ofrecerles derechos sobre la valorización de las acciones (SAR – Stock Appreciation Rights). A pesar de que ese tipo de incentivos podría ser apropiado como un área de experimentación una vez que el sistema de directores profesionales este consolidado, en un principio pueden presentar grandes riesgos. Ver nota 88.

<sup>77</sup> En concreto, podemos calificar a la meta de nuestra propuesta como una reivindicación de Eugene Fama. Ver el texto de la nota 39.

para los inversionistas institucionales. Todo inversionista se beneficiaría de los servicios de estos directores pero ninguno de ellos podría obtener dichos servicios sin la cooperación de los demás accionistas. Hoy, un mercado de directores profesionales es posible sólo porque los inversionistas institucionales han aumentado su participación accionarial a un punto tal en el que el costo de realizar acciones colectivas, aunque todavía importante, ha alcanzado márgenes razonables.

La cantidad precisa de coordinación requerida, para sostener a los directores profesionales, depende del alcance del mercado. En muchos aspectos, este mercado podría operar, de la forma más eficiente, si estuviera institucionalizado a través de una permanente y organizada cámara de compensación (*clearinghouse*). Por ejemplo, los inversionistas institucionales podrían financiar, en conjunto, una organización sin fines de lucro encargada de contratar directores y realizar los procesos de rutina y clasificación que la acción coordinada entre los inversionistas institucionales inevitablemente generaría<sup>78</sup>. Uno o más de los grupos industriales y firmas consultoras que hoy promueven el interés colectivo de los inversionistas institucionales podrían iniciar una tal cámara de compensación<sup>79</sup>. En efecto, muchos grupos ya han introducido bases de datos que pueden ser útiles para el funcionamiento de una cámara de compensación de directores<sup>80</sup>.

Una organización centralizada podría mejorar, en muchos aspectos, la efectividad de un núcleo de directores profesionales. Por ejemplo, podría negociar con la gerencia de corporaciones individuales en representación de los inversionistas institucionales y continuar monitoreando a los directores profesionales después de que ellos fueran elegidos para su cargo. En ambas circunstancias, la cámara de compensación proveería un amortiguamiento organizacional entre los inversionistas institucionales y las sociedades de cartera. Los directores profesionales elegidos y monitoreados por la cámara de compensación no serían, en ningún sentido, *delegados* de inversionistas particulares. De hecho, los inversionistas institucionales ni siquiera

tendrían que comprometer, por adelantado, sus votos a los directores profesionales. Para funcionar eficientemente, la cámara de compensación tendría que saber únicamente que los inversionistas institucionales, debido a intereses personales, normalmente *votarían* por sus candidatos, quienes serían elegidos expresamente para proteger los intereses de los accionistas.

Para estar seguros, incluso una reconocida cámara de compensación que intentó elegir a una cantidad desproporcionada de directores de grandes sociedades de cartera (de acuerdo a Lowenstein, un cuarto<sup>81</sup>) se vio enfrentada a una acción colectiva. Algunos inversionistas institucionales se beneficiarían de sus servicios al reusarse a financiar sus actividades. Sin embargo, este *freeriding* no sería fatal. Como las últimas iniciativas de los accionistas lo sugieren, hay muchas instituciones de espíritu altruista que financiarían una cámara de compensación, incluso sin ningún mecanismo formal para tasar las contribuciones. Además, un apoyo modesto a la cámara de compensación mostraría el compromiso de los inversionistas institucionales frente a los intereses económicos de sus beneficiarios. Las instituciones contribuyentes también ganarían voz en la cámara de compensación en cuanto a las políticas de selección y monitoreo. Incluso podrían ganar acceso a los servicios secundarios, tales como un *rating* comparativo del funcionamiento corporativo.

Durante el período previo al establecimiento de una cámara de compensación en funcionamiento, el problema de las acciones colectivas es obviamente más serio. Por esta razón, enfatizamos en que la cooperación formal entre numerosos inversionistas institucionales *no sería necesaria* para demostrar las bondades de nuestra propuesta. Un sólo gran inversionista, como CalPERS, podría fácilmente iniciar un mercado de directores profesionales por sí mismo, simplemente eligiendo una docena de compañías durante las sesiones de votación (*proxy season*) y anunciar su intención, para luego enlistar la cooperación informal de otros inversionistas institucionales<sup>82</sup>. Un tal mínimo esfuerzo de uno o pocos inversionistas institucionales resultaría, inicialmente, en una

<sup>78</sup> Ver notas 95-145

<sup>79</sup> Dichos grupos incluyen a the Council of Institutional Investors (CII), the Investor Responsibility Research Center (IRRC), the Institutional Shareholder Services (ISS), the United Shareholder Association (USA) y the Analysis Group, Inc.

<sup>80</sup> Una lista parcial de bases de datos conocidas por nosotros incluye la ISS Director Data Base y los índices de gobierno y funcionamiento corporativo desarrollados por USA y el Analysis Group, Inc.

<sup>81</sup> Ver nota 59.

<sup>82</sup> Una vez más, un inversionista pionero podría considerar útil el iniciar esfuerzos a través de una organización que actualmente asesore a los inversionistas institucionales. Ver nota 79. Estas organizaciones no sólo podrían servir como un nexo entre los inversionistas y las sociedades de cartera, sino que también tendrían el *expertise* necesario para la selección de compañías objetivo (*target company*) y potenciales candidatos.

distribución de los costos menos equitativa que en una cámara de compensación fundada por muchos inversionistas. Sin embargo, el modesto gasto sería legal y económicamente recomendable. Una iniciativa a pequeña escala para desarrollar directores profesionales promete ganancias directas a una mayor escala de la que puede ser esperada con las presentes iniciativas de los gobiernos corporativos, debido a la mejora en la gerencia de las compañías seleccionadas. Incluso más importante es que sentaría las bases organizacionales para expandir el rango de directores profesionales en las siguientes sesiones de votación y en consecuencia contribuiría indirectamente a aumentar las ganancias de todas las sociedades de cartera. Como los grandes accionistas deben saber, el *freeriding* de otros inversionistas no es razón para no actuar si, incluso una fracción proporcional de las ganancias puede justificar el costo de tomar las medidas decisivas<sup>83</sup>.

## B. Directores profesionales como monitores

Debido a que un núcleo de directores profesionales puede ser organizado por una cámara de compensación o por los pioneros esfuerzos de una sola institución, el problema pasa a ser cuán eficientes serán dichos directores. Los directores profesionales deben tener más que sólo habilidad, tiempo y motivación para monitorear en representación de los inversionistas institucionales. Para ser exitosos, este tipo de directores debe también tener la información necesaria para evaluar el desempeño de la gerencia y una motivación continua para realizar su labor pese a una leve cooperación o incluso una clara resistencia de la administración. Creemos que los directores profesionales deberían poseer esas cualidades en una significativa mayor medida de la que hoy ostentan los directores externos.

Consideremos primero los cambios dinámicos que ocurrirían en los directorios de las sociedades de cartera, luego de la introducción de los directores profesionales. Una considerable cantidad de ellos (una vez más, 25%) serían lo suficientemente grandes como para hacerse escuchar y lo

suficientemente pequeños para dejar el control a los directores de la administración. Idealmente, esta estructura promovería la cooperación de la gerencia. Los directores profesionales no podrían desplazar a los funcionarios, ni cambiar políticas corporativas sin la cooperación de los candidatos al directorio presentados por la administración.

Paradójicamente, una fuente de tal influencia surge porque las sociedades de cartera también retendrían una cantidad sustancial de directores externos tradicionales. Por un tema práctico, la mayoría de directorios se dividirían en tres grupos, después de la introducción de los directores profesionales, a saber, (i) directores internos, de la administración; (ii) directores externos tradicionales nominados por la administración; y (iii) directores profesionales. Cualquier problema que divida a la administración y a los directores profesionales podría, entonces, dejar inclinar la balanza de poder hacia los directores externos tradicionales. En efecto, los directores tradicionales asumirían una función casi dirimente, un rol que, a diferencia del de monitoreo, podría esperarse que cumplan eficientemente. A pesar de que los directores externos tradicionales podrían estar estructuralmente predispuestos a apoyar a la gerencia, estamos convencidos que ellos son hombres y mujeres de conciencia que toman sus responsabilidades fiduciarias con seriedad. La ironía es que, en la actualidad, ellos rara vez emplean su capacidad, excepto durante las crisis. Esto no sólo porque les falte el tiempo e incentivos para hacerlo, sino que las juntas de directorio son dominadas por un *ethos* de la administración de forzada camaradería y concierto<sup>84</sup>. Si, por el contrario, los directores profesionales aceptan la responsabilidad de plantear complicadas cuestiones y formular estrategias alternativas, los directores externos tradicionales pueden realizar verdaderas discusiones de política corporativa y podrían rechazar los puntos de vista de la gerencia cuando estos no estén justificados. Además, lejos de remplazar a los directores externos tradicionales, la introducción de directores profesionales crearía una estructura institucional en la cual, por primera vez, los directores externos podrían demostrar la independencia que sus

<sup>83</sup> En un próximo artículo el profesor Edward Rock sostiene que es poco probable que nuestra propuesta coseche soporte institucional debido a un problema *intra*-institucional. Los administradores de los fondos de los mayores inversionistas institucionales no tienen incentivos para perseguir los intereses a largo plazo de los beneficiarios de los fondos, puesto que estos administradores son compensados en términos de qué tan exitosos son al reducir los costos a corto plazo. Ver ROCK, Edward. "The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism". En: University of Pennsylvania Law Review. 1991. La observación del profesor Rock presenta una advertencia. Los inversionistas institucionales están bien asesorados para separar la administración de los fondos y las reformas del gobierno corporativo. Sin embargo, el activo interés que Dale Hansen y otros altos funcionarios de fondos públicos de pensión han manifestado en el gobierno corporativo, indica que estos funcionarios toman muy en cuenta el interés, a largo plazo, de los beneficiarios de los fondos.

<sup>84</sup> El profesor Lorsch describe una *subtle set of unspoken norms* que domina la conducta en los directorios, incluidas normas en contra de una crítica abierta al CEO u otros directores fuera del directorio en cuestión. Ver nota 1. LORSCH, J. Op. cit. pp. 91-96. La consecuencia de dichas normas es que los directores externos no discutan nunca los problemas más alarmantes y serios que puede estar enfrentando una compañía.

defensores han reclamado por tanto tiempo.

Un escéptico podría decir que esta estructura tripartita sacrificaría la camaradería tradicional del directorio por una ganancia aparentemente mínima, pues la administración podría neutralizar el poder del directorio simplemente reteniendo información. No vemos razón alguna para lamentar una posible pérdida de camaradería. Si una compañía estuviera funcionando bien, una discusión abierta fortalecería la relación entre los directores. Le daría a la gerencia la satisfacción de recibir apoyo y aprobación, por sus logros, de un directorio realmente independiente. Alternativamente, si una compañía estuviera funcionando mal, una decorosa camaradería no tendría lugar en el directorio. En este caso, la administración estaría obligada a responder por su desempeño y presentar estrategias alternativas ya que habría perdido su único sustento legítimo –éxito– para esperar alguna deferencia especial del directorio.

El problema más grave, que la administración retenga información, es también fácilmente rebatido. Informes de directorios sugieren que la gerencia ya retiene cierta información impunemente, bajo el existente sistema de directores externos<sup>85</sup>. Por el contrario, la introducción de directores profesionales con la potestad de cuestionar un desempeño insatisfactorio forzaría a la gerencia a entregar información para así defender sus políticas. La única respuesta creíble de la administración a cuestiones complicadas y a estrategias alternativas sería compartir la información. Asimismo, la gerencia tendría pocos incentivos para distorsionar la información puesto que la consecuencia de perder credibilidad sería mayor con un directorio que incluya a una minoría de directores profesionales que frente a un directorio tradicional.

Más aún, los directores profesionales nombrados por una cámara de compensación organizada o algún otro intermediario podrían, como los directores elegidos por los bancos japoneses y alemanes, obtener información de otras fuentes fuera de la firma. Ellos tendrían el tiempo para realizar un estudio independiente. Podrían presionar al directorio a contratar expertos externos cuando las circunstancias lo requieran. En efecto, una cámara de compensación de directores o algún otro organismo similar podría, a un costo relativamente bajo, proveer a los

directores de información externa de rutina, como *rankings* de desempeño corporativo o reportes de respetados analistas. Al menos, la información externa introducida por los directores profesionales podría ayudar a estructurar la agenda del directorio, provocando comentarios y explicaciones de la gerencia. De una manera más optimista, la información externa podría también hacer que la información en el directorio sea transmitida bilateralmente para los directores externos tradicionales e incluso también para la gerencia.

El problema operativo restante es si los directores profesionales podrían mantener su motivación para monitorear enérgicamente. Ya hemos trabajado ese tema, según nuestra propuesta, los directores profesionales serían *económicamente dependientes* de los accionistas. Los inversionistas institucionales no reelegirían directores que no hayan trabajado satisfactoriamente o, más realísticamente, el intermediario organizacional o cámara de compensación no volvería a presentar a este director como candidato. Luego, el mejor incentivo de un director profesional para mantener su rendimiento en representación de los accionistas sería para evitar –en términos crudos– ser despedido.

Por supuesto, este mecanismo disciplinario solo podría funcionar como incentivo si los inversionistas institucionales pueden monitorear el desempeño de los directores profesionales. A primera impresión, la necesidad de un segundo monitoreo parece problemática, pues los inversionistas institucionales podrían no tener acceso ni *expertise* para evaluar el desempeño de los directores individualmente.

Muchos factores, sugieren que un segundo monitoreo es mucho menos problemático de los que puede parecer inicialmente. Primero, los inversionistas institucionales no necesitan realizar dicha tarea por sí mismos. Independientemente de cómo los inversionistas institucionales formen y organicen el reclutamiento de directores profesionales, un intermediario probablemente hará la selección de los candidatos y este estará en capacidad de asumir el monitoreo<sup>86</sup>. Segundo, a pesar de que la deliberación en el directorio es secreta, hay índices objetivos del gobierno corporativo que los intermediarios pueden monitorear a un bajo costo. Por ejemplo, uno de estos índices, que está relacionado a todas las sociedades de cartera, es la estructura

<sup>85</sup> Ibid. pp. 75-96

<sup>86</sup> La organización intermediaria también estaría muy motivada a monitorear cuidadosamente, Después de todo, si los directores propuestos por dicha intermediaria no produjeran resultados para los inversionistas institucionales, la intermediaria perdería credibilidad y sustento.

del paquete de compensación de la gerencia. Estudios resientes revelan una correlación sorprendentemente baja entre la compensación de los principales funcionarios y el rendimiento económico de la empresa<sup>87</sup>. Un tema importante que se puede esperar es que los directores profesionales fuercen, en todos los directorios, una relación entre las compensaciones de los funcionarios, el rendimiento de la empresa y los intereses de los accionistas. Similarmente, otras índices de desempeño para industrias específicas o categorías de empresas podrían, sin duda alguna, ser implementados a un bajo costo. Tercero, a pesar de que ninguna agencia podría supervisar la participación de los directores profesionales en juntas de directorio específicas, un mal manejo continuo no permanecería oculto por siempre. Errores dramáticos saldrían a la luz en la prensa, en cuyo caso los directores profesionales podrían ser llamados a explicar que esfuerzos realizaron para evitar un desastre.

La última y más importante razón por la que no nos preocupan posibles limitaciones de los inversionistas institucionales para monitorear a los directores profesionales es que el despido sería el último recurso para estos. Esperamos que pocos directores sean despedidos porque muy pocos talentosos expertos aceptarían un puesto de protector de los accionistas sin la ambición de realizar eficientemente su trabajo. Los expertos que elijan convertirse en directores profesionales habrían sacrificado otros puestos mejor remunerados para adquirir una posición con mayor autonomía y un claro mandato institucional. Más aun, ponen en riesgo sus reputaciones. La calidad de su trabajo sería conocida, si no siempre para los inversionistas institucionales, al menos para los demás miembros del directorio de las *Big Six*, incluidos los demás directores profesionales. Bajo estas circunstancias, los incentivos informales para proteger los intereses de los accionistas serán, incluso enfrentándose a un resistencia, extremadamente fuertes<sup>88</sup>.

Nuestra propuesta muestra como un núcleo de directores profesionales puede dirigir la motivación, información e influencia para servir

como efectivos monitores en representación de los accionistas institucionales. No sugerimos una cura *panglossiana*<sup>xii</sup> a todos los males que afectan al gobierno corporativo en Estados Unidos. La estructura de director profesional que proponemos puede no mejorar la calidad del gobierno corporativo de algunas compañías. En algunas firmas, los directores profesionales serían superados en número y aislados por los directores nombrados por la gerencia; en otras, la gerencia podría ocultar exitosamente problemas y bloquear estrategias alternativas antes de que los directores profesionales puedan actuar. En ningún caso gozarían los directores profesionales de tanta influencia como en una LBO Association, un gran banco japonés o alemán. Inevitablemente, la separación entre propiedad y control, y la consecuente pérdida de responsabilidad, continuará luego de la introducción de los directores profesionales, disminuida pero no eliminada. Desde nuestro punto de vista, estas críticas a los directores profesionales no son interesantes. El criterio apropiado para juzgar nuestra propuesta, no es la norma del accionista mayoritario que maneja personalmente sus negocios, sino la norma de director externo tradicional quien puede estar sólo mínimamente familiarizado con sus negocios. Comparados con los directores externo tradicionales, estamos seguros de que un núcleo de directores profesionales sería un gran paso para reformar el gobierno de las corporaciones norteamericanas.

## VI. ¿PUEDEN LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES ELEGIR DIRECTORES PROFESIONALES?

Nuestra propuesta depende de la habilidad de los inversionistas institucionales para elegir a una minoría de los directores de sus sociedades de cartera. La capacidad de los inversionistas institucionales para alcanzar esta meta depende de dos cosas. La primera es puramente política: ¿podrían los inversionistas institucionales realmente hacer que sus directores sean elegidos? La segunda es legal: ¿podrían ser la barreras legales existentes un disuasivo que evite que los

<sup>87</sup> Ver JENSEN, Michael y Kevin MURPHY. "Performance pay and top-management incentives". En: Harvard University Press. 1998. Los profesores Jensen y Murphy resumen y discuten la implicancia de sus resultados en JENSEN, Michael y Kevin MURPHY. "CEO incentives – it's not how much you pay, but how" En: Harvard Business Review. 1990. p. 138.

<sup>88</sup> El idealismo intrínseco de la posición, el presumible poder de los incentivos relativos a la reputación de los directores profesionales, y la necesidad de mantener la independencia económica están entre las razones por las que dudamos proponer incentivos monetarios que aten la compensación de los directores profesionales directamente al desempeño de la compañía. Ver nota 76. A pesar de que no nos oponemos a la experimentación con dichos incentivos, nos preocupa que tengan un efecto adverso en la investigación sobre profesionales dedicados. Por el contrario, un monitoreo secundario y la ocasional retirada de un director, después de un pobre desempeño, son cruciales para nuestra propuesta. El riesgo de ser despedido no es solo un incentivo, sino que también un medio de definir el mandato institucional de los directores profesionales. De esta forma, el hecho de que estos directores puedan realmente hablar como si sus puestos estuvieran en riesgo, le proveería a su discurso un peso especial.

<sup>xii</sup> Nota del traductor: Pangloss es un personaje de Cándido, novela de Voltaire. El término es utilizando como una referencia al optimismo infundado o desmesurado.

inversionistas intenten implementar el sistema?

### A. ¿Tendrían los inversionistas institucionales suficientes votos?

En una cantidad substancial de empresas, los inversionistas institucionales tendrían suficientes votos para elegir a sus directores profesionales. Un estudio de 1989 mostró que los inversionistas institucionales ostentan el 50% de las acciones con derecho a voto de las 50 corporaciones más grandes de Estados Unidos; el 53.2% de las 100 más grandes; y 48.1% de las 1000 más grandes<sup>89</sup>. General Motors, que últimamente ha funcionado de manera deficiente, ilustra tanto el potencial poder de los inversionistas institucionales cuanto la necesidad de ejercerlo. Los inversionistas institucionales ostentan el 82% de las acciones con derecho a voto de General Motors<sup>90</sup>. El poder y, debido al desempeño de General Motors, la necesidad de los directores profesionales en su directorio claramente existe. Sólo falta la voluntad de las instituciones de ejercer su poder.

Por supuesto, la información sobre la totalidad de acciones ofrece una confiable medida del poder de los inversionistas institucionales sólo si estos actúan al unísono. Basados en su conducta precedente, esta expectativa puede parecer irracional. Históricamente, los inversionistas institucionales no han votado de forma monolítica para oponerse a la lista de la gerencia de candidatos a directores, ni siquiera para rechazar medidas controversiales de la administración, tales como las llamadas *poison pills*<sup>91</sup>. Los inversionistas institucionales no sólo no se han opuesto a los candidatos de la administración, sino que muchas instituciones han votado con la gerencia en *proxy fights*, incluyendo los procesos concursales de Texaco y Lockheed que fueron financiados por un insurgente. A pesar de esta historia, se puede esperar un voto más coordinado de los inversionistas institucionales con directores profesionales.

Primero, elegir un núcleo de directores

profesionales no requeriría, ni propondría, la posibilidad de reemplazar a la gerencia. En la *proxy fight* de Lockheed, por ejemplo, los inversionistas institucionales pueden haber votado por la gerencia debido a la desconfianza frente al talentoso pero gerencialmente inexperto equipo del insurgente. Esto a pesar de preferir que la administración sea monitoreada más eficientemente. En otros casos, los inversionistas institucionales parecen haber votado para someter a la gerencia a un monitoreo más exhaustivo (aprobandos propuestas que expondrían más a la empresa al mercado para un mayor control corporativo)<sup>92</sup>, mientras que al mismo tiempo votaban para mantener la lista de candidatos de la gerencia. De este modo, los inversionistas institucionales que hoy votan en contra de la administración, favoreciendo propuestas que someten a la compañía a un mayor control, deberían estar dispuestos a votar por un núcleo de directores profesionales.

Segundo, la gerencia tendría muchas más dificultades justificando su oposición a la elección de una minoría de directores profesionales de las que hoy tiene para oponerse a una lista exclusiva de directores disidentes. En contraste a los recientes procesos concursales de Simmons en Lockheed y de la familia Belzberg en Armstrong, un esfuerzo de los inversionistas institucionales para elegir una minoría de directores profesionales no causaría un replazo inmediato en la gerencia o una variación considerable en la estrategia corporativa. Ciertamente, los inversionistas institucionales pueden distinguir entre asaltantes y monitores. Por ejemplo, sólo uno de los candidatos de Belzberg para el directorio de Armstrong fue realmente elegido (necesariamente con apoyo de los inversionistas institucionales): un candidato con las mejores credenciales como monitor, Michael Jensen, Edsel Bryant Ford Professor de la Business School Administration en Harvard Graduate School of Business<sup>93</sup>.

De este modo, creemos que los votos institucionales para implementar una estructura de gobierno con directores profesionales estarían próximos. Siendo

<sup>89</sup> Ver nota 89. BRANCATO. Op cit.

<sup>90</sup> Otro estudio examinó la proporción de participación institucional en 100 empresas elegidas al azar de entre las acciones comercializadas en bolsa. CONARD, Albert. "Beyond managerialism: investor capitalism?" En: University of Michigan Journal of Law Reform 117. 1989. pp. 132-135.

Las participaciones institucionales en la muestra van de tanto como 90% hasta tan poco como 6%, habiendo 30 compañías con participación institucional de más de 60% y 60 compañías con participación institucional de más de 40%. Sólo 7 empresas tenían una participación institucional menor de 20%.

<sup>91</sup> Las compañías seleccionadas por las propuestas de los accionistas con respecto a las *poison pills* fueron elegidas debido a su alta participación institucional. De las treinta y dos compañías elegidas por propuestas *anti-pill* en 1987, la participación institucional varió de un bajo 36% a un alto 78%, con un promedio de 56.6%. Mientras que cuatro de las propuestas recibieron más de 40% de los votos, el promedio era de 29.4% aunque este aumentó a 39.5% para 1989. GILSON, R. y R. KRAAKMAN. Op. cit. pp. 121-122. En ninguno de los casos lograron, las propuestas, alcanzar el apoyo necesario de los inversionistas institucionales

<sup>92</sup> Las propuestas están descritas en los textos de las notas 12 y 13.

<sup>93</sup> NEW YORK TIMES. "Armstrong proxy victory claimed". 1990.

más especulativos, es posible que la gerencia ni siquiera se oponga radicalmente a una estructura tal, precisamente porque le faltarían una buena razón para hacerlo y la seguridad de prosperar con dicha oposición. Su mejor estrategia puede ser cooperar con los inversionistas institucionales para colocar un núcleo de directores profesionales en el directorio. En efecto, la administración podría solicitar cooperación si es que temiera entrar a una oferta pública (*takeover bid*) ya que alienar a grandes accionistas al oponerse a los directores profesionales –y posiblemente perder también una *proxy fight*– difícilmente sería un medio prometedor para iniciar una defensa. Finalmente, es posible que la gerencia pueda aceptar a los directores profesionales simplemente porque es una buena idea.

## B. Barreras regulatorias para los directores profesionales elegidos

Mientras el análisis precedente indica que los inversionistas institucionales tendrían votos y la disposición para elegir a un núcleo de directores profesionales de una gran cantidad de sociedades de cartera, continúa habiendo un problema. Algunos comentaristas han señalado una cantidad de barreras regulatorias para la acción electoral cooperativa por parte de los inversionistas institucionales que podrían inhibirlos o impedirles realizar una acción tal<sup>94</sup>. A pesar de estas barreras, desde nuestro punto de vista la importancia que se les da es exagerada. En algunos casos, la aplicación de una, supuestamente, prohibitiva regulación está en duda e, incluso si se fuera a aplicar, sólo acarrearía sanciones mínimas. En otros casos, actuar de conformidad con la ley no es muy costoso.

### 1. Las normas federales de representación

La letanía de las barreras regulatorias frente a la acción coordinada de los inversionistas institucionales típicamente comienza con un extenso recuento de la aplicación de las normas federales de representación. Estas normas alcanzan cualquier solicitud de más de diez accionistas<sup>95</sup>,

siendo el término pedido ampliamente definido<sup>96</sup>. Si una comunicación fracasa dentro del ámbito de las reglas de representación, el solicitante debe presentar un *proxy statement* a la Securities and Exchange Commission<sup>xiii 97</sup> y estará sujeto a las normas antifraude de la norma 14a-9<sup>98</sup>.

El problema provocado por las normas de representación es más agudo en dos circunstancias: (i) cuando los inversionistas institucionales se oponen a una propuesta de la gerencia; o (ii) cuando ellos apoyan a una propuesta de los accionistas que, según la norma 14a-8, obliga a la gerencia a incluirla en la declaración de representación (*proxy statement*) y en la *proxy cards* para que los accionistas tengan la oportunidad de votar a favor de ella<sup>99</sup>. En estos casos, se pide a los inversionistas institucionales que congelen su participación en el proceso de representación (*proxy process*), bajo el riesgo de ser acusados de *solicitud* según los amplios términos de las normas de representación, si llegan a discutir propuestas en esas categorías. Contra toda lógica, este congelamiento ocurre sólo debido a que la norma 14a-8 ofrece a los inversionistas institucionales la oportunidad de actuar colectivamente sin cumplir con el procedimiento normal de *proxy filing*. Sin la norma 14a-8, los accionistas tendrían que enviar sus propias *proxy cards* en lugar de acumularlas en la tarjeta de la gerencia (*management's card*). Esto constituiría claramente una solicitud que requiere un *proxy filing*. Sin embargo, cuando la norma 14a-8 se aplica y los accionistas comparten una *proxy card*, la presentación es necesaria sólo si las discusiones entre los accionistas constituyen *solicitud*.

El punto crítico para nuestros fines, es que la norma 14a-8 no requiere que una compañía incluya una lista de los candidatos a director, presentados por sus inversionistas institucionales, en la declaración de representación de dicha compañía, o brindar un lugar en la *proxy card* de la compañía para que los accionistas puedan votar por dichos candidatos<sup>100</sup>. En toda su amplitud, las normas de representación operan para disuadir a los inversionistas institucionales de elegir directores

<sup>94</sup> Ver SOMMER JR., A. "Corporate governance in the nineties: managers vs. institutions". 1990. pp. 22-27.; CONARD. Op. cit. pp. 152-163.; DENT. Op. cit. pp. 903-907; JOHNSON. Op. cit. p. 52; BLACK, Bernard S. "Streamlining the proxy process: access and deregulation". 1989 (manuscrito no publicado, en los archivos de Stanford Law Review).

<sup>95</sup> Norma SEC 14a-2(b)(1), 17 C.F.R. § 240.14a-2(b)(1). 1990

<sup>96</sup> El término se entiende como "[t]he furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy." Norma SEC 14a-1(l)(iii), 17 C.F.R. § 240.14a-1(l)(iii). 1990.

<sup>xiii</sup> Nota del traductor. Securities and Exchange Commission (Bolsa de valores norteamericana).

<sup>97</sup> Norma SEC 14a-2(b)(l), 17 C.F.R. § 240.14a-2(b)(l). 1990.

<sup>98</sup> Norma SEC 14a-9, 17 C.F.R. § 240.14a-9. 1990.

<sup>99</sup> Norma SEC 14a-8, 17 C.F.R. § 240.14a-8. 1990.

<sup>100</sup> Norma SEC 14a-8(c)(8), 17 C.F.R. § 240.14a-8(c)(8). 1990.

profesionales. El único problema, es si el costo de cumplimiento debería disuadir a los inversionistas institucionales, o a un intermediario operando por ellos, de presentar directores profesionales.

Ofrecemos lo que puede parecer una posición controvertida: La carga de cumplimiento asociada con el esfuerzo para elegir a una minoría de directores profesionales podría no ser significativa. Debido a que la estrategia de los directores profesionales no requiere que sus defensores refuten el control de ninguna compañía, ellos podrían únicamente necesitar presentar una simple declaración de representación que contenga poco más que una descripción de la experiencia de los candidatos y las metas de sus nominadores. Una declaración tal no sería costosa de preparar en el competitivo mercado actual de servicios legales. Más aún, los costos de distribuir dicha declaración y recibir los poderes (*proxies*) serían también bajos. A pesar de algunas costosas ofertas de representación puestas en prominentes avisos publicitarios en diarios por solicitantes profesionales, los inversionistas institucionales casi que no necesitarían de una campaña pública tan costosa para comunicarse entre ellos. En cualquier caso, una oposición vigorosa de la administración podría proveer potenciales directores profesionales con la publicidad más efectiva ya que la inferencia natural frente a dicha oposición es que la gerencia busca preservar su poder. En efecto, dadas las debilidades del caso para oponerse a los directores profesionales, sospechamos que los inversionistas institucionales sólo necesitarían realizar unas cuantas campañas antes de que las compañías empiecen a incluir voluntariamente candidatos institucionales en las listas oficiales de la gerencia, lo que no significaría ningún gasto.

Para estar seguros, una reforma de las normas de representación para facilitar una participación más activa de los inversionistas institucionales es aún una meta deseable. Elmer Johnson, por ejemplo, ha sugerido sensatamente que así como hoy las negociaciones financieras entre grandes inversionistas están exentas de la Security Act de 1933 por la norma 144a, las negociaciones electorales entre grandes inversionistas deberían estar exentas de las normas de representación<sup>101</sup>. Otros han pensado que los grandes inversionistas

deberían tener acceso a las declaraciones de representación de la administración, permitiendo de ese modo a los inversionistas institucionales patrocinar candidatos a director en la misma forma en que, en la actualidad, patrocinan propuestas de los accionistas<sup>102</sup>. Nuestra idea es no oponerse a dichas reformas. En cambio, lo que objetamos es que los inversionistas institucionales no necesitan esperar a una reforma para poder actuar.

## 2. Ley de la Securities and Exchange Commission § 13(d) (*Securities Exchange Act*)

El segundo requerimiento que se presenta como una barrera significativa para la acción colectiva de inversionistas institucionales es un conjunto de normas promulgadas bajo la sección 13(d) de la Ley de la Securities and Exchange Commission de 1934<sup>103</sup>. Las primeras son las normas 13d-1 y 13d-2. La norma 13d-1 requiere que cualquier accionista, o grupo de accionistas, que adquiera más del 5% de las acciones emitidas, presente una declaración *Schedule 13D* a la Securities and Exchange Commission exponiendo la información concerniente al propietario beneficiado con estas acciones, incluyendo el número de acciones poseídas, así como el fin y método de financiamiento para la adquisición<sup>104</sup>. La norma 13d-2, requiere que una *Schedule 13D* sea enmendada en caso de un cambio material, incluyendo un cambio de 1% o más en el porcentaje total de las acciones del emisor<sup>105</sup>.

Debido a que la mayoría de inversionistas institucionales no tiene más del 5% de las acciones emitidas, en un principio estos requerimientos parecen irrelevantes. Sin embargo, la obligación de reportar, impuesta por las normas 13d-1 y 13d-2, también incluye a la formación de cualquier grupo, con el fin de adquirir, poseer, votar o deshacerse de las acciones de una compañía, que en total ostente más de 5% de las acciones emitidas<sup>106</sup>. Adicionalmente, la determinación con respecto a cuándo un grupo se ha formado es tratada como un tema *de facto* que no requiere un acuerdo formal entre los supuestos miembros<sup>107</sup>. Así, si muchos inversionistas institucionales se pusieran en contacto y luego actuaran de la misma forma, un tribunal podría concluir que formaron un grupo y, en consecuencia, violaron la norma

<sup>101</sup> Ver JOHNSON. Op. cit. p. 52.

<sup>102</sup> Ver notas 58-60.

<sup>103</sup> 15 U.S.C. § 78p. 1988.

<sup>104</sup> Norma SEC 13d-1, 17 C.F.R. § 240.13d-1. 1990.

<sup>105</sup> Norma SEC 13d-2, 17 C.F.R. § 240.13d-2. 1990.

<sup>106</sup> Norma SEC 13d-5(b)(1), 17 C.F.R. § 240.13d-5(b)(1). 1990.

<sup>107</sup> Ver GILSON, Ronald. "The law and finance of corporate acquisitions". 1986. pp. 943-944.

13(d) si no presentaron un reporte en los diez días posteriores de la fecha en que el tribunal concluyó que se formó el grupo<sup>108</sup>. Las normas 13d-1 y 13d-2(b) liberan a los inversionistas institucionales aptos de la mayoría de cargas de la sección 13(d), al permitirles hacer un reporte abreviado que debe ser hecho inicialmente y luego actualizado sólo a principio de cada año calendario, y cuyo contenido está limitado a, esencialmente, una declaración que contenga el número de acciones poseídas<sup>109</sup>. Sin embargo, esta liberación sólo es posible si ninguna de las instituciones miembro tiene como fin “cambiar o influenciar el control sobre el emisor”<sup>110</sup>. El razonamiento convencional, presentado por el profesor Conard, es “[t]he practical effect [of Section 13d] is to deter prudent investors from nominating and electing directors”<sup>111</sup> XIV.

Somos profundamente escépticos sobre si la sección 13d-1 es aplicada apropiadamente a la actuación concertada de los inversionistas institucionales para elegir a una minoría de directores profesionales, y si dicha actuación evitaría un reporte abreviado según la norma 13d-1(b). Más aún, incluso si una *Schedule 13D* fuera requerida, creemos que la sabiduría convencional exagera ampliamente la carga de dicha obligación.

El primer paso para analizar la aplicación de la sección 13d-1 a un grupo de inversionistas institucionales (o su intermediario organizacional) que desee implementar nuestro plan, es comprender que bajo la norma 13d-5(b)(1) sólo la formación de un tipo especial de grupo atribuye

a sus miembros la propiedad beneficiaria del total acumulado de las acciones que todos ellos poseen. En el contexto de la sección 13(d), la agrupación solo es requerida si los miembros del grupo han aceptado actuar juntos “for the purpose of (...) voting (...) equity securities of an issuer”<sup>112</sup>. Pero como ya lo hemos señalado, el elegir una minoría de directores profesionales no requiere que los inversionistas institucionales acepten votar a favor de algún candidato en particular. En efecto, la obligación fiduciaria que los inversionistas institucionales deben a sus beneficiarios puede evitar que muchos de ellos den más de una representación revocable con respecto a sus acciones, hecho que no corresponde a la propiedad beneficiaria (*beneficial ownership*)<sup>XV</sup><sup>113</sup>.

Por supuesto, a los inversionistas institucionales que deseen elegir directores profesionales les será útil (aunque no estrictamente necesario<sup>114</sup>) coordinar la selección de candidatos apropiados o, como es más probable, aceptar compartir los gastos de selección de un intermediario organizacional. Sin embargo, ninguna barrea regulatoria parece aplicarse para alguna de estas actividades. Ellas simplemente no implican el *votar sobre el capital accionario*. De esta manera, incluso si un grupo formal asume la nominación de directores o la repartición de los gastos, esto, acorde a la norma 13d-5, no constituye la formación de ningún tipo de grupo destinado a adquirir la *beneficial ownership* de las acciones de sus miembros. En ausencia de agrupación, bajo la definición de *beneficial ownership* en la norma 13d-5, no es necesario ningún reporte bajo la sección 13d-1 salvo que una sola institución tenga más del 5%<sup>115</sup>.

<sup>108</sup> *Ibidem*.

<sup>109</sup> Normas SEC 13d-1(b) & 13d-2(b), 17 C.F.R. §§ 240.13d-1(b), 13d-2(b). 1990. La norma 13d-1(b)(2) también requiere un reporte abreviado cuando las instituciones aptas tienen más de 10% de las acciones y una actualización dentro de los próximos diez días calendarios del mes en el que se dieron fluctuaciones de más de 5%.

<sup>110</sup> Norma SEC 13d-1(b)(1)(i)-(ii), 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(i)-(ii). 1990.

<sup>111</sup> CONARD. *Op. cit.* p. 162.

<sup>XIV</sup> Nota de traductor: “con el propósito de votar sobre el capital accionario del emisor”

<sup>112</sup> Norma SEC 13d-5(b)(1), 17 C.F.R. § 240.13d-5(b)(1). 1990.

<sup>XV</sup> Nota del traductor: *beneficial owner* es aquel individuo que sin ser propietario del título valor, posee los beneficios de titularidad.

<sup>113</sup> See *Calumet Ind., Inc. v. MacClure*, 464 F. Supp. 19, 26-29 (N.D. Ill. 1978); *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1355 (Del. 1985). Un poder revocable no constituiría *beneficial ownership* según la definición en norma 13d-3(a) porque la revocabilidad del poder evita la transferencia del derecho a voto que la norma requiere. Sería una interpretación bizarra de la norma 13d-5 si la formación de un grupo con el propósito de poseer un poder revocable resultará en *beneficial ownership* cuando la verdadera tenencia del poder recae fuera de la definición de este concepto.

<sup>114</sup> Ver nota 82

<sup>115</sup> CONNOLLY, Joseph y MARTIN JR, David. “Shareholder communications - legal restraints governing group activity. Parte 2. 1990. Se presentan tres ejemplos de actuaciones de inversionistas institucionales que, ellos creen, pueden resultar en la formación de un grupo acorde a la sección 13(d). Sin embargo, en cada caso sus conclusiones son confusas. En el primer ejemplo se recuenta, aparentemente con aprobación, de un grupo de inversionistas institucionales que presentaron una *Schedule 13D* porque escribieron una carta a un comité especial del directorio que había sido creado para estudiar una propuesta de uno de los accionistas más grandes de la empresa, una compra de las acciones restantes. La carta señalaba que la propuesta era considerada inadecuada y pedía que dicho comité especial tomara medidas no especificadas en relación con las consideraciones de la propuesta. *Ibid.* p. 18. Los autores no dan explicación alguna de por qué este comportamiento tenía como fin “adquirir, poseer, votar o deshacerse de acciones capital del emisor” como para que se aplique los requerimientos impuestos por la norma 13d-5. Quizás los hechos no

No negamos que la Securities and Exchange Commission o un tribunal pueda interpretar la palabra *votar* en la norma 13d-5 en un sentido más amplio que en el lenguaje cotidiano. Por ejemplo, justo como la Securities and Exchange Commission interpreta el término *solicitud* bajo las normas de representación para incluir actos preliminares que llevan a la entrega de un poder<sup>116</sup>, también podría interpretar el término *votar* según la norma 13d-5 para incluir todas las acciones de un grupo que finalmente llevan a un voto colectivo, incluso si el grupo no dicta cómo deberían votar sus miembros. Dar un rango de acción tan amplio a la norma 13d-5 lograría muy poco a un gran costo. Durante una verdadera votación, una *Schedule 13D* no aportaría nada a los requerimientos ya existentes bajo las normas de representación y forzados por las exigencias políticas de una *proxy fight*. Más aún, al aumentar cargas a los esfuerzos de los inversionistas institucionales, por hacer las elecciones corporativas más significativas, haría el *proxy process* menos, no más, efectivo. No se asegura un gobierno corporativo más eficiente aumentando sin necesidad sus costos.

Incluso si la Securities and Exchange Commission interpretará la norma 13d-5 en un sentido amplio considerando que se requiera la agrupación de las acciones poseídas por los inversionistas institucionales para la elección de una minoría de directores profesionales debido al reporte requerido de la sección 13d-1, la norma 13d-1(b) (1) reduciría ampliamente el costo impuesto por el requerimiento. Los inversionistas institucionales que cumplan con los requisitos de la norma podrán presentar una *Schedule 13G* en lugar de una *Schedule 13D*. Una *Schedule 13G* requiere sólo revelación de la identidad y tipo de entidad de quien lo presente y el número de acciones sobre las que ejerce derecho de voto, en lugar de una

minuciosa descripción de tales detalles como el propósito de la adquisición y las fuentes de financiamiento, solicitadas en la *Schedule 13D*<sup>117</sup>. Quizás más importante es que el reporte inicial es requerido dentro de los 45 días posteriores al fin del año calendario en el que surge en la obligación y la carga de actualizar los reportes es significativamente reducida. A diferencia de una *Schedule 13D*, que debe ser actualizada *rápidamente* para reflejar cualquier cambio material, incluyendo el cambio de propiedad de acciones que representen más de 1% del capital social<sup>118</sup>. Una *Schedule 13G* requiere ser modificado para reflejar un cambio de propiedad de acciones, sólo dentro de los 45 días posteriores al fin del año calendario<sup>119</sup>.

Para poder presentar una *Schedule 13G*, quien lo presente (en nuestro caso el grupo) debe certificar que adquirió las acciones (según la formación de grupo presentada en la norma 13d-5) "sin la intención, ni el efecto de cambiar o influenciar el control del emisor"<sup>120</sup>. Comentaradores han señalado sin duda (aunque también sin citas, ni análisis) que "actividades tales como nominar candidatos para el directorio del emisor, proponer una acción corporativa que requiera aprobación de los accionistas o solicitar poderes normalmente impediría la [conformidad] con el requisito de *propósito de inversión* de una *Schedule 13G*"<sup>121</sup>. Esta conclusión no nos parece evidente.

Nuestro plan contempla la elección de una minoría de directores profesionales, hecha por inversionistas institucionales pasivos que, explícitamente, no desean cambiar ni influenciar la estructura de poder que controla a la compañía. Su única meta es simplemente monitorear más eficientemente –y, de ser necesario persuadir– a aquellos que controlan a la compañía<sup>122</sup>. Para

especificados podrían explicar el resultado pero aparentemente los autores no pensaron eso, pues estos no fueron revelados.

El segundo ejemplo habla sobre el personal de la Securities and Exchange Commission que pensó que un acuerdo de co-patrocinado la propuesta de un accionista resultaría en la formación de un grupo según la sección 13(d). *Ibid.* p. 19. Aquí, sin embargo, la propuesta del grupo no fue sobre votar acciones, sino entregar a los accionistas la oportunidad de votar. La norma no especifica si se considera agrupación en la ausencia de un acuerdo entre los miembros para votar de una manera específica, especialmente si los miembros del grupo firmaron un reconocimiento en el que se señale que no existe acuerdo de voto. Un cuidadoso pedido de no acción a la Securities and Exchange Commission puede brindarles la oportunidad de dejar en claro la justificación de su posición con respecto a esta situación.

El tercer ejemplo presenta también una posición del personal de la Securities and Exchange Commission, esta vez aceptando que pedir apoyo para la propuesta de un accionista crearía un grupo según la sección 13(d). *Ibidem.* Sin embargo, pedir a otros accionistas votar de un modo en particular –una solicitud para los efectos de las normas de representación– es diferente a obligar a los miembros a votar de un modo determinado. Una vez más, una lectura adecuada de la norma sugiere que está dirigida a la segunda y que un pedido de no acción, que pida al personal de SEC interpretar literalmente la norma, sería útil.

<sup>116</sup> Ver CONNOLLY, Joseph y MARTIN JR, David. "Shareholder communications - legal restraints governing groups activity". Parte 1. 1989.

<sup>117</sup> Norma SEC 13d-2, 17 C.F.R. § 240.13d-2. 1990.

<sup>118</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 13(d)(2), 15 U.S.C. § 78m(d)(2). 1988; Norma SEC 13d- 2(a), 17 C.F.R. § 240.13d-2(a). 1990.

<sup>119</sup> Norma SEC 13d-2(b), 17 C.F.R. § 240.13d-2(b). 1990.

Una *Schedule 13G* modificado debe también ser reportado dentro de los diez próximos días al cierre del mes en que la propiedad excede el 10%. Norma SEC 13d-1(b)(2), 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(2). 1990. Ver nota 109.

<sup>120</sup> Norma SEC 13d-1(b)(1)(i), 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(i). 1990.

<sup>121</sup> CONNOLLY y MARTIN. Op. cit. p. 20

<sup>122</sup> Ver notas 74-76.

alcanzar a la amplia función recién expresada, la frase *influencia sobre el control del emisor* debe incluir no sólo un esfuerzo por influenciar la estructura de poder de la compañía, sino también cualquier esfuerzo por influenciar, o en este caso monitorear, cómo se ejerce el control. Esta sería una expansión inusual del término *control*. Por ejemplo, la norma Securities and Exchange Commission 405 define control como “la posesión, directa o indirecta, del poder para dirigir o causar la dirección de la gestión y políticas de una persona”<sup>123</sup>. Buscar elegir una minoría de directores que *no puedan* ejercer control no influencia la posesión del poder para dirigir a la gerencia; simplemente provee la capacidad de monitorearla<sup>124</sup>. La probabilidad de que los inversionistas institucionales no elijan por sí mismos a los directores profesionales, sino que únicamente creen una organización intermediaria para buscarlos y seleccionarlos, haría incluso más extraño que el concepto *control* incluya la figura de nuestra propuesta.

Como con el concepto *votar* en la norma 13d-5, se podría, sin problema alguno, insistir en una amplia definición del término *control* en la norma 13d-1(b) pero justo como en la norma 13d-5, no existe ninguna razón de política pública para hacerlo. Cualquier otra cosa que se pueda decir sobre el propósito de nuestra propuesta, necesariamente contempla una *proxy solicitation*. Las normas de representación proveen suficientes obligaciones de revelación sin recurrir a un *proxy process*, imponiendo una nueva gama de normas que estaban diseñadas para regular cambios en el control y no la actividad de gobierno corporativo de inversionistas institucionales pasivos<sup>125</sup>.

Sin embargo, si los inversionistas institucionales aún temen que la norma 13d-5 o 13d-2 pueda afectarlos (incluso por equivocación), esta inseguridad podría disuadirlos de implementar

nuestro proyecto. El efecto disuasivo de dicha inseguridad depende del verdadero costo que tenga cumplir con la sección 13(d), o en casos en los que los inversionistas institucionales no estén seguros acerca de en qué punto la acción colectiva crea un grupo, el verdadero costo de las acciones disciplinarias que sigan al incumplimiento de presentar un reporte requerido por la sección 13(d). En contraste con el aparente conocimiento convencional, creemos que presentar y actualizar una *Schedule 13D* es menos costoso de lo que comúnmente se piensa. Preparar el contenido de un reporte no sería tan difícil, ni costoso porque la meta –el *propósito de la transacción*– es meramente elegir directores profesionales para mejorar el monitoreo de la administración. La meta *no* es asumir un complicado cambio estratégico, como una reestructuración, cuya descripción inevitablemente estaría sujeta a una disputa. Más aún, la obligación de actualizar, aunque inconveniente, debería ser meramente mecánica. Para los *indexed investors*, los cambios en su cartera serían mínimos. Incluso el comercio hecho por gestores de cartera activos probablemente involucraría menos de 1% de las acciones del emisor y consecuentemente no activaría una obligación de enmendar<sup>126</sup>.

Una inadvertida violación, resultante de la determinación retroactiva de la formación de un grupo que haya requerido una *Schedule 13D*, tampoco debe disuadir a los inversionistas institucionales de implementar una estrategia que incluya directores profesionales debido a las irrelevantes consecuencias que siguen al incumplimiento del requisito. Aunque las cortes han otorgado un alivio respecto a los requisitos de la sección 13(d), lo han hecho principalmente en situaciones que involucraban o un *out-right stock parking*<sup>127</sup> o intentos premeditados de adquirir el control que no fueron revelados en

<sup>123</sup> Norma SEC 405, 17 C.F.R. § 230.405. 1990. El American Law Institute's Corporate Governance Project adopta una definición similar: “Control significa el poder (...) de ejercer una influencia controladora sobre la administración o políticas de una organización...”. En: American Law Institute, Principles Of Corporate Governance: Analysis and Recommendations § 1.05(a). 1990.

<sup>124</sup> La afirmación de que al presentar *cualquier* propuesta de los accionistas, los inversionistas institucionales buscan influenciar el control del emisor –esto es, para dirigir a la gerencia– es simplemente difícil de entender.

<sup>125</sup> La publicación de las recientes modificaciones de la Securities and Exchange Commission sobre las reglas de gobierno de la *Schedule 13G* hace notorio que la meta de esta es reducir la cantidad de presentaciones de *Schedule 13D* para “permitir al mercado, así como al *staff* de la Securities and Exchange Commission, concentrarse más rápido en adquisiciones que involucren un potencial cambio de control”. Reporting of Beneficial Ownership in Publicly-Held Companies. Exchange Act Release número 26, 598. 1989. En efecto, como evidencia de que “la vasta mayoría de personas que presentan una *Schedule 13D* tienen esa intención”, la publicación señala que un estudio de reportes de *Schedules 13D* “hecho por la Commission's Office of Economic Analysis indica que el 74% de las *Schedules 13D* estudiadas no presentaban *intención alguna de cambiar el control del emisor* al momento de iniciarse el reporte” (énfasis puesto por el autor). Los inversionistas institucionales que buscan elegir una minoría de directores profesionales para monitorear más eficientemente a la gerencia tampoco tienen intención de modificar el control del emisor. Como la publicación deja en claro, la sección 13(d) se ocupa de cambios en el control, no de la actividad de gobierno corporativo realizada por inversionistas pasivos.

<sup>126</sup> La norma 13d-2 requiere el reporte y actualización de una *Schedule 13D* en caso se presente un “cambio material”. 17 C.F.R. § 240.13d-2(a). 1990.

La norma considera cambios en la posesión de las acciones de 1% o más como un cambio material o significativo. Cambios de “menor cantidad, podrían ser materiales, dependiendo de los hechos y las circunstancias”. Al momento de elegir directores profesionales, cambios de esa magnitud no serían materiales.

<sup>127</sup> Ver: SEC v. First City Fin. Corp.

un reporte Schedule 13D previo<sup>128</sup>. Es así que los inversionistas institucionales que busquen elegir un núcleo de directores tienen poco que temer en cuanto a los costos de reportar o a los costos de, inadvertidamente, dejar de presentar un reporte *Schedule 13D*<sup>129</sup>.

### 3. Reportes Hart-Scott-Rodino

El último requerimiento de reporte que pueda disuadir la acción participativa de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo<sup>130</sup> es la sección 7A del Clayton Act<sup>131</sup> que fue agregada por el título II del Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act de 1976<sup>132</sup>. Para poder darle a las agencias federales de supervisión suficiente tiempo para prevenir adquisiciones anticompetitivas, este estatuto obliga, a la parte que quiera adquirir una cantidad significativa de acciones con derecho a voto de un solo emisor, a reportar una larga notificación y a esperar treinta días antes de poder adquirir dichas acciones. Una clara excepción libera a los inversionistas institucionales de esta obligación, siempre y cuando su adquisición tenga únicamente como fin la inversión e involucre a menos de 15% de las acciones en circulación o estén valoradas en menos de 25 millones de dólares<sup>133</sup>. Sin embargo, la frase *que tengan únicamente como fin la inversión* requiere que el accionista no tenga "intención de participar en la formación, determinación o dirección de las decisiones básicas del emisor"<sup>134</sup>. El Statement of Bases and Purposes que acompaña tanto a la norma de excepción como a la definición de conceptos relevantes, señala además que *nominar un candidato para el directorio* puede constituir una conducta inconsistente con una intención de únicamente invertir<sup>135</sup>.

A pesar de tan siniestro lenguaje, creemos que, como con la aplicación de la sección 13(d), tanto la necesidad de cumplir cuanto las cargas que impone el cumplimiento son frecuentemente exageradas. Primero, según nuestra propuesta, los inversionistas institucionales podrían *no ser*

los encargados de nominar a los directores. Un intermediario que no posea ninguna acción podría buscar y proponer candidatos. Segundo, incluso si los inversionistas institucionales fueran a elegir directamente a los candidatos, nominar a un director profesional como parte de una estrategia de gobierno corporativo para monitorear a la gerencia, *no debe* causar una pérdida del beneficio de la excepción ya que el sello de esta estrategia es precisamente que está diseñada para apoyar a la inversión pasiva. Dicha estrategia no le concierne al estatuto *antitrust*. Finalmente, incluso si las agencias reguladoras les negaran la excepción a los inversionistas institucionales, preparar la notificación no sería tan trabajoso para la mayoría de ellos, pues la preparación involucraría poco más que describir el contenido de su cartera. El período de espera de treinta días tampoco tendría consecuencias relevantes porque las agencias regulatorias probablemente acelerarían el trámite.

### 4. Diversas barreras regulatorias

Los comentaristas que busquen enumerar las razones legales para optar por la pasividad también podrían señalar a algunas barreras normativas adicionales a la actuación de los inversionistas. Así como con los más significativos problemas presentados por las normas de representación, la sección 13(d), y Hart-Scott-Rodino, la importancia de estas barreras está fuertemente sobreestimada.

*Controlling person and deputization liability.* Según la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934, quien "controla" a la compañía tiene *prima facie* la responsabilidad por toda violación de una ley federal de valores cometida por la compañía<sup>136</sup>. El profesor Conard especula que los inversionistas institucionales podrían incurrir en *controlling person liability* si ellos "se relacionan con otros para elegir a la mayoría de directores"<sup>137</sup>. Para nuestro proyecto este riesgo es inexistente. Hemos propuesto elegir a una *minoría* de directores profesionales, lo que es, como ya se discutió<sup>138</sup>, distinto a un intento de tomar el control.

<sup>128</sup> Ver: TOBIN, James y MAIWURM, James. "Acquisitions: Creating Waves in the Market Place and Uncertainty in the Regulatory Framework" En: Business Lawyer 419. 1983.

<sup>129</sup> Una vez más, es importante recordar que un solo inversionista institucional grande, como CalPERS, que inicie un programa de directores profesionales para un puñado de compañías no tendría nada que temer incluso bajo la más extraña construcción de las normas de la sección 13(d).

<sup>130</sup> Ver SOMMER, A. Op. cit. p. 27

<sup>131</sup> 15 U.S.C. § 18a. 1988.

<sup>132</sup> Ley Pública 94-435, 90 Stat. 1383. 1976.

<sup>133</sup> 16 C.F.R. § 802.64. 1990.

<sup>134</sup> 16 C.F.R. § 801.1(i)(1). 1990.

<sup>135</sup> 43 Registro Federal 33450, 33465. 1978.

<sup>136</sup> Securities Act de 1933 § 15, 15 U.S.C. § 77. 1988; Securities Exchange Act de 1934 § 20A, 15 U.S.C. § 78t. 1988.

<sup>137</sup> CONARD. Op. cit. p.159.

<sup>138</sup> Ver notas 122-125.

*Short swing profit liability.* La sección 16(b) de la Securities Exchange Act<sup>139</sup> señala que un emisor puede recuperar cualquier ganancia obtenida de compras o ventas de sus acciones, en un período de seis meses, por un director, funcionario o poseedor del 10% de las acciones en circulación. Los comentaristas han apuntado dos preocupaciones para los inversionistas institucionales acerca de la aplicación de la sección 16(b) que pueden limitar los esfuerzos para elegir a una minoría de directores profesionales.

Primero, si un accionista ocasiona la elección de su propio representante para que actúe como director de la compañía y ese representante también tiene autoridad sobre las decisiones de inversión del accionista, el director-representante puede ser considerado un *sustituto* del accionista. En ese caso, la sección 16(b) se aplica al accionista como si fuera él mismo el director<sup>140</sup>. Según nuestra propuesta, el concepto de sustitución no debería aplicarse. Los inversionistas institucionales elegirían una minoría de directores profesionales que *no* estarían relacionados con ellos de otra forma. En efecto, si un intermediario es desarrollado, los inversionistas institucionales no jugarían un rol directo, ni en la selección de los candidatos.

Segundo, la actuación conjunta de los inversionistas institucionales para elegir a directores independientes puede ser tratada como el inicio de un grupo que, para propósitos de la sección 16(b), sería el *beneficial owner* de todas las acciones en una compañía cualquiera, poseídas por los miembros del grupo. Si el total de las acciones poseídas por los miembros

del grupo exceden el 10%, cualquier tipo de actividad comercial entre sus miembros sería sujeta a la sección 16(b)<sup>141</sup>. Mientras la Securities and Exchange Commission ha adoptado normas definiendo el término *beneficial owner* para efectos de la sección 13(d)<sup>142</sup>, no lo ha hecho para efectos de la sección 16(b). Más aún, ninguna corte ha invocado una obligación de corte bajo la sección 16(b) aplicando el concepto de grupo según la norma 13d-5<sup>143</sup>.

Incluso si una corte fuera a establecer un paralelo entre la sección 16(b) y la norma 13d-5 (a pesar de que la Securities and Exchange Commission no lo hizo), sería poco probable que lo haga en el contexto de un intento de los inversionistas institucionales para elegir a una minoría de directores profesionales. La norma 13d-5 acumula las acciones en un grupo para efectos de la sección 13(d), sólo cuando el grupo ha sido formado "con el propósito de adquirir, poseer, votar o disponer de las acciones del un emisor"<sup>144</sup>. La sección 14(b) es una norma preventiva, diseñada para evitar que los grandes accionistas (entre otros) comercien con información interna que, se presume, un poseedor del 10% de las acciones de una compañía tiene. Un grupo de accionistas formado con el propósito de implementar nuestra propuesta, sin embargo, carece de cualquier atributo que pueda levantar una sospecha que justifique la acumulación de las acciones de sus miembros para que se aplique la sección 16(b)<sup>145</sup>.

## 5. Resumen

En resumen, ningún requisito, más frecuentemente referido como barrera, a la acción colectiva de

<sup>139</sup> 15 U.S.C. § 78p(b). 1988.

<sup>140</sup> Ver *Feder v. Martin-Marietta Corp.* 406 F.2d 260, 263-64 (2d Cir. 1969), cert. denied, 396 U.S. 1036 .1970; y nota 90.

<sup>141</sup> Ver DENT. Op. cit. p. 905.; POUND, John. "Reforming Corporate Governance: Deregulation, Not More Regulation". 1990. (en el archivo de Stanford Law Review).

<sup>142</sup> Ver notas 112-113.

<sup>143</sup> Ver DENT. Op. cit. p. 905.

<sup>144</sup> Norma SEC 13d-5(b)(1), 17 C.F.R. § 240.13d-5(b)(1). 1990.

<sup>145</sup> Otros argumentos menos fundados también pueden ser elaborados. Por ejemplo, se podría alegar que el auspicio de los inversionistas institucionales a determinados candidatos a directores profesionales puede ser considerado como la formación de un grupo, en consecuencia como una sola *persona*, para propósitos de determinar si las acciones combinadas del grupo excedieron el porcentaje permitido. Ver nota 141. En ese caso, la dilución resultante de la inversión de las instituciones haría impensable cualquier tipo de elección en forma conjunta.

Una justa lectura de *Moran v. Household International Inc.*, sugiere que las cortes serían reacias a interpretar que se trata de una *poison pill* para evitar que los accionistas recurran a un *proxy process*, al menos en el caso de acción conjunta de los inversionistas institucionales que explícitamente no busca controlar al directorio. La corte dictaminó en *Moran* que el poseedor de los poderes de representación no era el *beneficial owner* de esas acciones para propósitos de una *poison pill*. En ese aspecto, la corte señaló que "the mere acquisition of the right to vote 20% of the shares does not trigger the Rights". Si asegurar los poderes no activa la *poison pill*, entonces la acción conjunta en busca de asegurarlos, en temas no concernientes al control, no debería ser un problema. Esta conclusión depende, sin embargo, de cómo se lea la opinión de Allen en *Stahl v. Apple Bancorp Inc.* En este caso, la corte consideró la aplicación de una *poison pill* a la actividad de Stahl, el accionista más grande de la empresa (30.3%), quien estaba llevando a cabo una *proxy fight* para tomar el control del directorio. Si esta acción hubiese sido exitosa, el nuevo directorio habría aplicado la *poison pill* para que Stahl pudiese completar su oferta pública (que estaba condicionada al éxito en la *proxy fight*). Tanto Stahl como la compañía estipularon que si Stahl realizaba acuerdos con otros accionistas para nominar directores, compartir gastos de elección o indemnizar candidatos, se aplicaría una *poison pill* (a saber, el grupo compuesto por Stahl y las demás partes sería considerado como el *beneficial owner* de todas las acciones poseídas por los integrantes del grupo, acciones que excederían el porcentaje especificado en el *poison pill plan*), a pesar de que todo compromiso relacionado a como se aplicaría el derecho a

los inversionistas institucionales es realmente significativo por sí mismo. Como en el caso de oposición por parte de la gerencia, los obstáculos regulatorios para implementar un sistema de directores profesionales se disolverían una vez que los inversionistas realicen un primer esfuerzo para elegirlos.

## VII. CONCLUSIÓN

A pesar de que una reforma del gobierno corporativo es una estrategia delicada para los inversionistas institucionales que deseen mejorar el desempeño de sus carteras, actualmente las estrategias populares de reforma se prueban inadecuadas para cumplir con su cometido. Eliminar las barreras de adquisición es deseable pero el mercado por el control corporativo puede no ser el mejor medio para monitorear a

la administración. Los comités consultores de los accionistas son malos sustitutos de representantes en el directorio. Asimismo, los directores independientes tradicionales no tienen suficiente tiempo e incentivos inadecuados para producir los resultados deseados. La concentración en directores externos es correcta pero la clave, hemos alegado, no es la independencia de los directores, sino su dependencia de los accionistas.

La agenda que presentamos a los inversionistas institucionales es simple: elegir en los directorios de sus sociedades de cartera a un núcleo de directores profesionales que tengan la habilidad, tiempo e incentivos para monitorear el desempeño de la gerencia en representación de los accionistas<sup>146</sup>. Esto se puede lograr, colocando a un sujeto calificado en seis directorios de forma que la compensación total de este exceda 200,000

voto, sería revocable. Stahl buscó un juicio sumario que determine que la aplicación de estos aspectos del *poison pill plan* eran inválidos.

El Chancellor Allen denegó un juicio sumario en una opinión que requiere extensos comentarios sobre la aplicación apropiada de los *poison pill plans* en las actividades que impliquen entrega de poderes de representación. Para nuestros fines, es suficiente concentrarnos en las circunstancias particulares del caso.

"[C]onsidering his stock position, his cash offer and the other circumstances, I conclude that the impact of effectively precluding Mr. Stahl from forming a joint slate with other shareholders or otherwise entering into revocable agreements with them concerning the voting of stock is likely to have "minimal" impact upon his proxy campaign (except insofar as it might marginally protect and preserve the board's opportunity to locate a better proposal). Moreover, I conclude also that such minimal impact as it may have is justified in the circumstances by the benefit of preserving to some extent the board's ability to shop the [company] in the interim before the next annual meeting (...)"

Aunque se puede entender el intento de evitar que un postor hostil use un *proxy contest* para burlar la intención del directorio de buscar una mejor oferta, las circunstancias que rodean a la aplicación de un *poison pill* a inversionistas institucionales en busca de implementar nuestra propuesta, son opuestas al resultado de Stahl. La aplicación de la *poison pill* para evitar la acción conjunta tendría mucho menos que un impacto mínimo en los inversionistas institucionales. Es difícil imaginar *cualquier* tipo de interés que pueda tener la compañía (mucho menos un interés en evitar conseguir la oferta más alta) en limitar los esfuerzos de los inversionistas institucionales para elegir a una minoría de directores.

Un argumento similar puede ser presentado con respecto a los *State Takeover Statutes*, como la Indiana Control Share Acquisitions Act (West 1989), cuya aplicación es activada al momento en que una persona adquiere el poder de votar sobre un porcentaje determinado de las acciones de una compañía. Sin embargo, los inversionistas institucionales que busquen elegir directores profesionales no adquirirían el poder de voto sobre acciones que no sean de su propiedad. Ver nota 113. Más aún, el porcentaje requerido para activar es en algunos estatutos de 20%, lo suficientemente alto para eliminar cualquier tipo de amenaza, incluso si se aplica la norma.

<sup>146</sup> Hemos registrado algún movimiento en dirección a nuestra propuesta. El más significativo de Carl Icahn, el accionista más grande de USX Corporation y el infructuoso defensor de una propuesta de accionistas, para derivar el negocio de acero de USX, en la junta general de accionistas de 1990, que anunció en noviembre de 1990, nominaría a una lista de cinco candidatos independientes para el directorio de USX. Su función sería representar los intereses de los accionistas e introducir al directorio las inquietudes de los accionistas sobre la futura estructura de la corporación. La lista de candidatos consistía originalmente de: (i) Jon Poud, profesor de finanzas en la Kennedy School de la Universidad de Harvard, quien ha escrito extensivamente sobre temas de gobierno corporativo; (ii) Katherine Schipper, profesora de contabilidad en la Graduate Business School de la Universidad de Chicago, quien ha escrito en diversas ocasiones sobre los efectos de la restructuración corporativa en el precio de las acciones; (iii) Paul Quirk, director ejecutivo del Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board y presidente del comité ejecutivo del Council of Institutional Investors; (iv) Darius Gaskind, ex CEO de Burlington Northern Railroad que ha derivado exitosamente su negocio de la energía; y (v) uno de los autores, Ronald J. Gilson. Ver: ROBB, Gregory. "Icahn Group to urge USX sale of steel unit". En: New York Times. 1990. Desde el anuncio de la lista de candidatos, Paul Quirk ha renunciado.

Aunque la estructura de la iniciativa de USX difiere en puntos importantes de nuestra propuesta, especialmente en el auspicio de la lista de candidatos de USX por un inversionista activo, en lugar de uno pasivo, el esfuerzo muestra la primera situación en que los candidatos de la oposición, independientes del accionista patrocinador, han sido propuestos. Por supuesto, esa independencia es menos deseable que la dependencia de los accionistas que nuestra propuesta contempla pero el carácter minoritario y el perfil profesional de la lista de USX y la declarada intención de no alterar el control de la compañía, marcan un paso significativo en la dirección correcta. En cualquier caso, USX aparentemente encontró la propuesta tan amenazadora que concedió a Icahn la restructuración que busco infructuosamente en 1990. Ver: HICKS, Jonathan. "USX to issue stock linked to steel unit". En: New York Times. 1991. Como resultado, la lista de candidatos de la oposición fue retirada. Ver: USX Corporation, enmienda número 2 a la *Schedule 13D* (registrada con la SEC el 4 de febrero de 1991).

Nuestra propuesta también ha ganado aceptación en un segundo frente. Una editorial en *The Economist* recientemente recomendó un acercamiento sorprendentemente similar al nuestro. Remarcando que los directores independientes tradicionales son usualmente ejecutivos en otras compañías y que, como resultado, "[b]acks get scratched" (se cuidan las espaldas), la editorial propuso lo siguiente: "[M]ake them (independent directors) truly independent, by creating a class of full-time (or professional) non-executive directors, each sitting on the board of, say, half a dozen companies. To do this, institutional shareholders would have to get together to identify a pool of potential professionals, whom they would then nominate for boards. The big advantage would

dólares. El atractivo de un puesto tal, junto con la habilidad de los inversionistas institucionales de remover directores, sería suficiente para crear un mercado de directores externos que el profesor Fama una vez asumió que ya funcionaba. Si bien las reformas regulatorias son deseables, nuestra propuesta no las requiere. Los inversionistas institucionales únicamente tienen que decidirse a actuar.

Cuando describimos nuestra propuesta a un colega en la facultad de una gran escuela de negocios, él respondió que no podría funcionar. Su

argumento era básicamente que no podía haber una bolsa de dinero totalmente a la vista en una calle transitada, sin importar lo que él estuviera viendo. Su argumento hizo eco de la explicación del profesor de finanzas de porqué el billete de \$20 de la acera al frente de él no podría posiblemente estar recostado en una concurrida acera a la vista, independientemente de lo que parecía estar viendo. Si el plan fuese tan bueno como sonaba, preguntó retóricamente nuestro colega, ¿por qué los inversionistas institucionales no habían comenzado a implementarlo? Respondimos que no se nos ocurría razón alguna.