

UNIVERSIDAD EL CEMA
MAESTRÍA EN FINANZAS
LAW & FINANCE

VENTURE CAPITAL & CORPORATE GOVERNANCE

AUTORES

Carolina Blanco
Juan Manuel Lladó

Buenos Aires, Febrero 2008

AGRADECIMIENTOS

Ambos agradecemos a nuestros amigos, con quienes siempre pudimos contar para discusiones, revisiones, auxilio en la búsqueda de bibliografía, como así también por sus palabras de incentivo y cariño desinteresado.

A nuestros colegas y compañeros de trabajo, especialmente en Cargill, que nos sorprendieron con su comprensión, estímulo, apoyo, y que contribuyeron para la conclusión del presente trabajo. Agradecemos a todos sin excepción, más citamos a algunas personas nominalmente: Rodrigo Bustamante, Beatriz Zancaner, Renata Dallacqua, Natalia Torres, Hed Hepworth, Rodrigo Sarpero, Leonel Hierro, Ignacio Ríos Pita, Silvina Esposito, Laura Pesce, Cynthia Zarranz, entre otros.

Agradecemos a nuestros padres, por ejemplo constante, por la lección de coraje y paciencia. A nuestros hermanos por su amistad inmensurable.

ABSTRACT

Esta tesis tiene como finalidad presentar un análisis sobre la historia, desarrollo e internacionalización del *venture capital*, los factores que hacen a su crecimiento y desarrollo, por una lado, e identificar los objetivos del gobierno corporativo y por el otro a los efectos de poder evaluar y concluir cual es su grado de importancia en cuanto concierne al desarrollo de la industria del *venture capital*.

Se busca presentar una visión general del desarrollo del *venture capital* a nivel mundial como así también del origen y desarrollo de los principales modelos de gobierno corporativo ya que lo encontramos esencial para poder establecer la base que nos permita definir los objetivos del gobierno corporativo: fomentar el mercado de capitales y reducir los conflictos de intereses en las empresas, lo cual coadyuva al desarrollo y crecimiento del financiamiento por intermedio del *venture capital*. Sin perjuicio de ello se analizará otros dos posibles objetivos del gobierno corporativo, a saber: la responsabilidad social y la protección de los accionistas minoritarios.

Entendemos que, entonces, a través del desarrollo de la presente podrá el lector coincidir con nuestra afirmación respecto de que no se puede desarrollar la industria del *venture capital* si no lo logra desarrollar el mercado de capitales, y para alcanzar este objetivo, el *corporate governance* es una estrategia que crea valor.

Las prácticas de buen gobierno corporativo son un elemento esencial detrás de la eficiencia de las inversiones de *venture capital*, lo cual llevó a que instituciones hayan desarrollado sus propios *guidelines* de mejores prácticas de gobierno corporativo.

En aquellos países en los que el *venture capital* ya era parte madura del sistema financiero, su impacto económico es bastante impresionante. Finalmente concluiremos por reconocer el rol estratégico que cumple el *venture capital* para el desarrollo socioeconómico, razón por la cual es importante que cada país de un adecuado soporte a los efectos de asegurar el crecimiento sostenible y sustentable de este tipo de actividad.

INTRODUCCION

El financiamiento puede ser definido como el combustible necesario no sólo para el funcionamiento de las empresas, especialmente si se trata de una nueva, sino también para poder captar y atraer oportunidades de desarrollo. En este orden de ideas, cabe resaltar la importancia que reviste la necesidad de superar la brecha de acceso al capital que limita a las empresas, y una de las alternativas pueden ser los fondos de *venture capital* o fondos de capitales de riesgo, los cuales hacen posible que pequeñas empresas con potencial de crecimiento puedan acceder al crédito¹

La industria del Capital de Riesgo (en adelante “Venture Capital) esta en su etapa inicial en la Argentina, en América Latina y en el Caribe. Asimismo, existe un desconocimiento en los medios no especializados y en el Gobierno, y se están soportando consecuencias de las malas experiencias derivadas de la crisis.

En consonancia con lo expuesto precedentemente podemos afirmar que no se puede lograr desarrollo de la industria del venture capital sino se logra al mismo tiempo el desarrollo del Mercado de Capitales, que actúe como vía de salida concreta para los inversores iniciales; y a su vez no es posible desarrollar el Mercado de Capitales sin la participación concreta de los inversores institucionales que constituyen un pilar fundamental del mismo.

En nuestro país la lucha contra el dinero ilegal y la evasión fiscal, y la promoción de transparencia societaria, la cual se manifiesta en las recientes normas de la Inspección General de Justicia tienen una preponderante influencia sobre la arquitectura societaria que generalmente a nivel internacional utilizan los fondos de venture capital, los que en general intentan no estar sometidos a la jurisdicción local utilizando vehículos societarios intermedios. Es por todo ello que resulta necesario buscar un sano equilibrio entre el legítimo interés del Estado de controlar flujos ilícitos de fondos y de responsabilidad, con el interés de promover inversiones locales y del exterior que ayuden a crear empleo y explotar oportunidades de negocios, quizá a través de una ley de Entidades

¹ Desarrollo de Proyectos con Capital de Riesgo, Año 2 – Edición N°7, julio 2008, Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea, Novedades en ieralpy.me.org, Disponible en www.ieral.org, Acceso en: 18 de Septiembre de 2008.

de venture capital, que avale excepciones conducentes a la promoción de inversiones en la industria local, alentando las inversiones de este tipo. El inconveniente respecto de la participación de los inversores institucionales, es que los mismos se encuentran limitados en sus inversiones a títulos admitidos en régimen de oferta pública y que cotizan en ciertos mercados (art 78 Ley 24.241), por lo que se dificulta su intervención en el financiamiento primario o en el mercado secundario.

Para alcanzar dichos objetivos se necesita y es primordial revisar y ajustar los instrumentos de inversión y adecuar la normativa sobre existente en materia de inversiones autorizadas, sus requisitos y limitaciones, creando o diseñando, de ser necesario, algún tipo de vehículo de inversión que actúe como instrumento en el financiamiento, asociado a una adecuada diversificación y sin generar riesgos sobre la totalidad de los fondos administrados. Recientes innovaciones en la regulación de la Comisión Nacional de Valores (en adelante la “CNV) autorizando instrumentos que cotizan para invertir en sociedades que no cotizan son un avance, pero no alcanzan a lograr con los objetivos macro perseguidos.

Adicionalmente podemos afirmar que el mercado de inversiones carece también de la falta de buenos proyectos conducidos y patrocinados por adecuados gestores. Abundan en general las ideas que apuntan al autoempleo resultando difícil encontrar buenos proyectos, innovadores y que generen expectativas de crecimiento, que permitan explotar economías de escala y con gestores con cultura empresarial.

Esta situación se manifiesta regionalmente en diferentes economías latinoamericanas.

Ahora bien, la comparación de buenas prácticas regionales recomiendan estructuras de capital simples y como así también se recomienda simplicidad en los contratos, ello debido a la circunstancia de que frente a conflictos en sede judicial, la mayoría de los jueces no poseen los conocimientos necesarios para interpretar correctamente contratos complejos. Asimismo, debe prevalecer la idea y el entendimiento de que la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo constituyen un aspecto positivo en el crecimiento de las empresas y en el desarrollo de los mercados de capitales, esencial para permitir el desarrollo de la industria del venture capital.

Sin perjuicio de lo expuesto, caber resaltar que adicionalmente se requiere de inversores pacientes, normas y condiciones legales, tributarias y reguladoras estables que no discriminen hacia este tipo de actividad sino que por el contrario, la promuevan, siendo también necesario el acceso a buenas fuentes de información y un entorno económico previsible.

A este respecto entendemos que los organismos multilaterales deben de desempeñar un rol fundamental en esta materia, colaborando no solo al inicio o en la etapa inicial, con capacitación y desarrollo de los emprendimientos, sino también trabajar en conjunto con las bolsas regionales para facilitar las salidas de las compañías a través de estas, debido a que es este el escenario ideal de salida, aunque muy poco usado en América Latina debido a la poca profundidad y desarrollo de los mercados.

No debe perderse de vista que el Gobierno Corporativo es una cuestión que no sólo afecta a la legislación, sino especialmente a las empresas y mercados de capitales, como así también a otras áreas de conocimiento, como ser las finanzas, economía, contabilidad.

Su relación con la ley se deriva del hecho de que algunos de los materiales o aspectos pertinentes para el gobierno corporativo se rigen por leyes de los propios países, por ejemplo en cuanto concierne a la estructura y administración de las sociedades, las reglas para la preparación y publicación de los estados financieros, entre otros. Pero también la ley tiene un papel importante para garantizar la eficacia de ciertas conductas y normas establecidas por preceptos de la gestión pública, a causa de la coercitividad de las normas jurídicas o de la exigibilidad del cumplimiento de la ley.

En todo el mundo, mucho se ha discutido acerca de la estructura orgánica de las empresas, la composición de su capital y los modelos de gestión por parte de los accionistas o administradores. Sin duda los escándalos financieros fomentan el debate sobre el control de gestión llevado adelante en las empresas, dándole al tema una gran importancia. Debido a estos hechos vuelve a replantearse el papel que juega en las empresas el consejo de administración, los contadores y las normas de contabilidad independiente, en virtud de las cuales se preparan las declaraciones de las empresas.

Aún se debate sobre la credibilidad del mercado de capitales, y su comparación con los diversos modelos de potencias mundiales como ser Estados Unidos de Norteamérica e Inglaterra, por un lado, y el de Japón y Alemania por otro.

Otro tema en el contexto económico mundial es la preocupación en el mundo empresarial por parte de todos los implicados en la cadena de producción de una empresa –empleados, proveedores, consumidores- por el enfoque u orientación de ciertas leyes, lo que puede llegar a hacer presumir que los accionistas ya no reinan en forma absoluta en sus empresas. Ello de persistir atentará contra el fortalecimiento de los mercados y el desarrollo de la industria del venture capital, con especial impacto en los países en desarrollo.

¿Sería entonces el propósito de la empresa la maximización de los beneficios o la atención de los intereses de todos los grupos vinculados y pertenecientes a la empresa? Todos los temas descriptos son en mayor o menor medida una manifestación o algo de relevancia para el Gobierno Corporativo, pero ¿se encuentran de hecho relacionados? ¿cómo? ¿qué es gobierno corporativo? ¿cuál es su objetivo?

1. VENTURE CAPITAL. DESARROLLO HISTORICO. HECHOS RELEVANTES.

1.1. Concepto

Venture Capital, una vez más, es un componente esencial del crecimiento económico. El *capital de riesgo* puede ser considerado como un sistema de financiación dirigido principalmente a pequeñas empresas, mediante el cual se inyecta, en la sociedad receptora, capital en una proporción generalmente minoritaria y por un período de tiempo limitado. Este mecanismo ha ido creciendo a nivel mundial en los últimos años, y en Argentina en particular, aparece como una alternativa viable para el financiamiento de empresas privadas que buscan poder expandir sus horizontes de actuación.

Si nos ubicamos en un contexto histórico, podemos situar el inicio formal y sistémico de esta alternativa a fines de la segunda guerra mundial en Estados Unidos de Norteamérica, (en adelante “EE.UU”) aunque el concepto ha estado presente desde tiempos inmemoriales. La inversión en Capital-Riesgo nació en los EEUU en los años cincuenta, conociendo un desarrollo espectacular después de la segunda mitad de los años setenta. Las inversiones de Capital-Riesgo pasaron en ese país de 250 millones de dólares en el setenta

y cinco a los 3.000 en el ochenta y cuatro. Esta actividad es menos conocida y desarrollada en los países de la Comunidad Económica Europea (en adelante la “CEE”), siendo el Reino Unido el que se sitúa en segundo lugar después de EE.UU.

En otras palabras podemos definir al venture capital como el capital proporcionado bajo la forma de inversión y participación en la gestión de nuevas empresas, que no cotizan en el mercado accionario, buscando un alto retorno. El valor es creado por la empresa, con el dinero del inversor y utilizando como insumo crucial la experiencia de éste. El inversor (venture capitalists) invierte en las fases iniciales y luego de un tiempo prudencial retira su inversión, para reciclarla invirtiendo en fases iniciales de otra empresa. Las inversiones de venture capital tienen un período de inversión de tres a siete años, aportan capacidad de gestión, apoyo y asesoramiento, basados en su especialización, experiencia y contactos, que agregan valor a la inversión.

El concepto incluye una definición organizacional sobre la forma en que se invierte el dinero. Los inversores asesoran en materia de gestión y tienen voz en el proceso de toma de decisiones de las compañías en las que invierten.

El concepto de venture capital ha sido aceptado, con diferentes grados de éxito, en las economías más avanzadas del mundo, sirviendo en la mayoría de los casos como el instrumento más idóneo para canalizar inversiones locales hacia emprendimientos productivos y de alta tecnología. La actividad de venture capital nace como respuesta a la crisis mundial que pone en evidencia una estructura industrial configurada, en gran medida, por sectores tradicionales y que han tenido un protagonista fundamental en términos de volumen de empleo generado. Circunstancias de crisis que se han repetido en nuestro país con características similares.

Esta situación exige, por una parte, el ajuste y la adaptación de estos sectores a los nuevos condicionantes que impone actual orden económico internacional y, por otra, también exige el planteamiento de acciones que conlleven la búsqueda de ideas e innovaciones que paulatinamente permitan ir definiendo un nuevo sitio en el mercado de la nueva era industrial, cuya característica es el ritmo vertiginoso de los cambios tecnológicos y de mercado.

De ahí que la innovación empresarial deba ser uno de los aspectos estratégicos en la situación actual. Sin embargo, la innovación empresarial, entendida como

la generación y explotación de nuevas ideas y tecnologías, se plantea en un momento de dificultades de orden económico y social, que han llevado a sofocar el espíritu innovador y el afán de constituirse en empresario.

Todas estas consideraciones hacen que los esfuerzos por parte de todos los componentes e instituciones de nuestra sociedad tengan que dirigirse a conseguir que el entorno permita recuperar las motivaciones para emprender, planteando para ello todo tipo de acciones que hagan posible esa generación de ideas y de nuevos empresarios que, en definitiva, son la base de nuestro futuro.

Por otra parte, tiempos de cambio, como los actuales, son también tiempos de oportunidad, lo que favorece el desarrollo de proyectos innovadores. Las nuevas y pequeñas empresas pueden reaccionar más rápidamente al cambio, aprovechan mejor las oportunidades y tienen más capacidad de crecimiento.

Pero para aprovechar todo esto hay que conseguir el clima adecuado y disponer de medios e instrumentos que permitan desarrollar las ideas y paliar los obstáculos que actualmente existen.

En este sentido, uno de los obstáculos más importantes para la implantación de una nueva empresa se centra en la problemática de la financiación que haga posible su desarrollo en condiciones adecuadas. En otras palabras, la carencia de fondos es la primer traba con la que se encuentra aquel que tenga una idea susceptible de ser transformada en una empresa rentable. Por otra parte, las ideas innovadoras, en las actuales circunstancias de incertidumbre económico-financiera exigen que la estructura financiera inicial de una nueva empresa sea lo suficientemente sólida como para que pueda acometer su período de maduración con ciertas garantías de estabilidad.

Por todo ello, la actividad de venture capital, entendida como aquella actividad que proporciona financiación patrimonial y temporal de proyectos de negocio de características innovadoras apoyándolas hasta su maduración, es un instrumento básico en la creación de nuevas empresas, con todo lo que esto lleva consigo en cuanto a desarrollo económico y de creación de riqueza en el país.

A los efectos de avanzar con el análisis, podemos tomar las palabras de Gompers y Lerner², que definen al venture capital como una inversión de largo plazo en compañías privadas con alto potencial de crecimiento.

Sin perjuicio de que las firmas de venture capital y las compañías que ellos poseen no son significantes en términos de generación de empleo y capital bajo gerenciamiento y administración, no debe de desestimarse el valor y el rol del venture capital³. Muy pocas compañías de tecnología de los Estados Unidos hubieran podido iniciarse sin la ayuda de fondos de venture capital.

Podemos afirmar que una de sus principales características es el desarrollo de empresas innovadoras o con perspectiva de elevado crecimiento, de manera tal que las mismas puedan alcanzar su máximo potencial, generar empleo y crecimiento.

Empero existen diversas fuentes de financiamiento, de acuerdo a la etapa de desarrollo en que se encuentre la empresa, algunas pueden resultar de fácil acceso y otras de difícil acceso.

Un estudio reciente de la National Venture Capital Association estimó que las compañías americanas que recibieron inversiones de Venture Capital desde 1970 a 2005 representaron 10 millones de puestos de trabajo y ganancias por USD 2.1 trillones, lo que representa el 16,6% del USD GDP (PIB). El 95% de la riqueza en EEUU fue creada por los emprendedores que surgieron desde los 80's. El 95% de los empleos creados en EEUU entre 1993-1996 se dio en empresas jóvenes.

Es por ello que es dable destacar que, en economías desarrolladas como Estados Unidos, el *capital de riesgo* o *venture capital* es un complemento del financiamiento tradicional y una forma de financiar a empresas jóvenes o en situaciones especiales que no tendrían acceso a otro tipo de financiamiento.

En este orden de ideas, cabe destacar el impulso legal que en dicho país se dio con la promulgación de la ley de inversión en pequeñas empresas en 1958, por la cual se establecía que las sociedades que aportaran recursos de forma temporal y minoritaria a

² Gompers P. and J. Lerner (2001), "The Venture Capital Revolution," *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 2, pp. 145-168.

³ Joshua Aizenman and Jake Kendall, "*The internationalization of Venture Capital and Private Equity*", September 2008. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1275544>. Acceso en: 25 de noviembre de 2008.

pequeñas y medianas empresas, podrían obtener financiamiento y garantías de la *Small Business Administration*, de esta manera se alentó el crecimiento y desarrollo de esta nueva herramienta financiera, como así también se logró la creación de la asociación estadounidense de capital de riesgo (The National Venture Capital Association –NVCA) mencionada precedentemente.

Según informes del Nexo Emprendedor, Desarrollo Estratégico en Emprendimientos, la Argentina ocupa el puesto 14° en actividad emprendedora (TEA 10,2% vs 9,5% en 2005). Asimismo nuestro país tiene más emprendimientos de graduados universitarios que la media global (61% vs. 54%). El 74% de los argentinos emprende porque ha detectado una oportunidad, el resto por necesidad (70% en 2005). Argentina se encuentra por encima del promedio global en cuanto a innovación y aplicación de nuevas tecnologías. El capital sigue siendo el aspecto más crítico para iniciar un negocio, aunque está cayendo (37% en 2006 vs. 46% en 2005).

Con el objeto de contribuir al desarrollo y crecimiento de la empresa, los inversores buscan capitalizarla, asesorarla y brindarle una red de negocios con el objeto de lograr un aumento en su valor y por consiguiente en el de la inversión realizada.

Los inversores de *venture capital* son inversores profesionales, institucionales, que apoyan a empresas innovadoras. Una de las notas típicas es que los ingresos, bajo la figura del *venture capital*, se recogen bajo la forma de una ganancia que se realiza al final de la inversión, a través de un mecanismo de salida, que en muchos casos consiste en el listado de la compañía en un mercado accionario. En esencia, el inversor de *venture capital* (en adelante “*venture capitalists*”) es alguien que, con alta propensión al riesgo, apuesta a obtener, potencialmente, altas tasas de retorno para su capital en un tiempo determinado. Estos retornos superlativos estarán en función del rubro en que se invierte y el horizonte temporal previsto para la maduración del negocio en cuestión.

Estos administran fondos de individuos, instituciones y empresas, manejan un rango de monto por inversión, suelen estar especializados en determinadas industrias, tienen un rol activo en el emprendimiento, aunque no están en el día a día, aportan advisory, redes de contacto y control de gestión, la relación es más formal en cuanto contratos, governance y reportes. En otras palabras, la inversión en capitales de riesgo no sólo es una cuestión de capital, sino que va más allá, porque de hecho se los conoce como

smart money o *dinero inteligente*, dado que agregan valor a través del aporte de contactos y la experiencia del inversor; participan con integrantes en el directorio, ayudan a definir estrategias, proveen de conocimiento de las industrias, ayudan a establecer acuerdos con proveedores, clientes y bancos, y aportan en la selección y reclutamiento de empresarios clave. También auxilian en la implementación de buenas prácticas de *gobierno corporativo* o *corporate governance* y de transparencia. Es por ello que podemos afirmar que es un financiamiento de cantidad y calidad.

Los inversores de *venture capital* compran acciones de la compañía y participan activamente en el desarrollo de productos, marketing, administración, personal, alianzas y vínculos con otras compañías, y orientación de las OPI's, etc. El inversor o *venture capitalist* es un inversor profesional y especializado, que tiene un horizonte temporal de participación limitado, una rentabilidad esperada y un riesgo importante.

Por lo general, estos inversores utilizan tres vías de salida de la inversión: (i) la oferta pública inicial, (ii) la venta a un inversor estratégico o una fusión, y (iii) la recompra por el emprendedor. Sin perjuicio de lo antedicho, hay otras dos alternativas que pueden presentarse, a saber: (i) fracaso total del proyecto, que obligue a liquidar la inversión, con pérdida casi total de lo invertido y (ii) las empresas que no fracasan, pero no crecen lo esperado.

1.2. Importancia del Venture Capital y su Internacionalización.

“El acceso de la industria a la financiación es un elemento crucial en el proceso de la innovación para traducir los resultados de la investigación y desarrollo en resultados. Venture Capitalists son necesarios para el apoyo de inversiones de alto riesgo en pequeñas empresas de tecnología⁴”.

En los EEUU, la tasa de crecimiento anual del empleo (1989-93) para una muestra de 1800 empresas, apoyadas por inversores de capital de riesgo, de 25% contra – 3% para las empresas incluidas en el Índice Fortune 500. En el mismo período y muestra, la relación entre inversión en I+D por empleado en empresas apoyadas por inversores de este tipo, era de USD 16.000 contra USD 8.000 para empresas del Fortune 500.

⁴ Venture Capital and Innovation, [OECD/GD, 1996:168].

Para el éxito de una empresa o un emprendimiento, los factores que se destacan son la estructura de capital y la fuente de recursos que financiaran la inversión. Estos factores determinan un indicador básico denominado costo medio de capital de la empresa, en el cual es una media de los diversos componentes de financiamiento, incluido el capital propio y las deudas. Según la teoría, los proyectos o emprendimientos serán aceptados solamente si el retorno esperado es superior a este indicador.

Las dificultades para obtener financiamiento son notorias y están asociadas, entre otros factores a: (i) estadio evolutivo temporal de la empresa; (ii) los indicadores de desempeño; (iii) las proyecciones económicas, financieras y mercadológicas; (iv) la calidad y experiencia del management y los equipos directivos.

En términos muy generales, puede afirmarse que cuanto más cercanos estemos al momento inicial de la empresa y cuanto menor sea su tamaño (medido por su nivel de facturación), más difícil le será obtener financiamiento, distinto de las grandes empresas que acceden directamente a bancos de inversión, mercados de capitales internacionales y disponen de herramientas de ingeniería financiera que les permiten resolver adecuadamente este tipo de cuestiones.

Frente a tales dificultades y con el objeto de poder sortearlas, han ido surgiendo a través del tiempo, un conjunto de alternativas tendientes o dirigidas a paliar este déficit de financiamiento, como así otras orientadas a dar el apoyo inicial para la puesta en marcha de diversos emprendimientos.

Dentro de este ámbito se mueven quienes realizan operaciones de venture capital.

En España el desarrollo ha sido tan importante, que ese país hoy cuenta con un importante mercado secundario de VC; Brasil cuenta con una Asociación que agrupa a más de treinta empresas y fondos de inversión que operan exclusivamente en VC.

¿Que fue lo que ha sucedido en Argentina? Lo de siempre, cosa de continuar con nuestra secular y permanente predisposición de ir a contrapelo de la historia.

La Ley 25.548 facultaba al Poder Ejecutivo Nacional (en adelante el “PEN”) a crear instrumentos promocionales para sociedades y fondos de capital de riesgo, incentivos fiscales para los inversionistas e incentivos especiales para empresas de base

tecnológica. Esta permitía que el PEN pudiera instrumentar medidas para que organismos públicos, Bancos, AFJPs constituyan sociedades y fondos de VC.

La Ley se aprobó por unanimidad en el Congreso, pero fue vetada el 26 de diciembre de 2001. Desde entonces no se ha vuelto sobre el tema. Todas las operaciones se llevan a cabo en la actualidad son de índole estrictamente privado, no existiendo en consecuencia ningún incentivo para los participantes como tampoco un ámbito regulatorio acorde, más que las leyes civiles y comerciales vigentes.

Es importante conocer el grado de internacionalización del venture capital en los recientes años y los factores que determinan el destino cross-border de los flujos de inversión del mismo.

Nuestra definición de venture capital esta en línea con la usada en Thompson VentureXpert, la European Venture Capital Association y la American National Venture Capital Association, tres de las fuentes de esta industria del venture capital.

La internacionalización del venture capital es una tendencia vigente pero con anterioridad a los noventa, como una primera aproximación, la industria del venture capital estaba centrada en los Estados Unidos. En los Estados Unidos los proyectos y negocios de venture capital estaban fondeados domésticamente, teniendo el resto de las regiones un alto grado de participación cross-border. Menos de un cuarto de los negocios de EE.UU tenían participación internacional mientras que para Asia y Europa acerca de las tres cuarta partes de los proyectos tenían participación internacional. Antes de 1990s, las inversiones de *venture capital* fueron un fenómeno sólo en los Estados Unidos. La globalización de las actividades de IT indujo a la industria del capital de riesgo a su maduración y a comenzar a exportar sus habilidades como managers de *venture capital* o *capital de riesgo*. Estados Unidos se convirtió en un exportador neto de proyectos y negocios. Asimismo, China se ha convertido en el importador dominante, seguido por Suiza, Canadá, Reino Unido, India y Francia. Es por ello que afirmamos que para aquellos proyectos ubicados fuera de los Estados Unidos, una participación *cross-border* ha sido la norma.

Cabe mencionar que la distancia, el idioma común, entre otros, son factores importantes que influyen en la dirección de esos flujos.

Además, la presencia de capital humano calificado, un mejor entorno empresarial, y desarrollados mercados de capitales son importantes factores que atraen

capital internacional de riesgo. Las compañías de *high technology* son las típicas “*bred and butter*” del sector doméstico de venture capital en EE.UU. Sin embargo, varias compañías fondeadas por venture capitals ubicadas en mercados económicos emergentes o en desarrollo son de *low technology*, especialmente en el área de transporte y logística, extracción mineral y retail, y estas porque a menudo representan nuevas oportunidades en economías crecientes ya que inversiones de alta tecnología no son siempre factibles de realizar sin una avanzada infraestructura en el país.

En los últimos años, ha comenzado a surgir la capacidad nacional en muchos países donde no existían previamente la inversiones de venture capital.

Países de todo el mundo han tomado nota y tratado de replicar el éxito que la industria del venture capital tuvo en los Estados Unidos en sus propios países, mediante el incentivo a la inversión extranjera como a través del aumento de la capacidad local. Si bien el sector del venture capital en los Estados Unidos ha sido grande y vibrante a lo largo de varios años, se vio muy poco crecimiento en el resto del mundo hasta mediados de los noventa. Desde esa fecha la internacionalización del venture capital ha estado impulsada por factores generales vinculados con la globalización como hechos históricos específicos del venture capital.

1.3. El Rol de la Confianza en las Inversiones.

Es importante examinar la confianza en las inversiones financieras y en las decisiones en un ambiente/entorno micro-económico donde la confianza es exógena. Se muestra que la medida de la confianza entre las naciones afecta significativamente las decisiones de inversión⁵.

“There are countries in Europe [...] where the most serious impediment to conducting business concerns on a large scale is the rarity of persons who are supposed fit to be trusted with the receipt and expenditure of large sums of money” (John Stuart Mill).

Muchos economistas reconocen la importancia de la confianza en las transacciones. Algunos autores han analizado el rol que juega la confianza en las decisiones

⁵ Laura Bottazzi, Marco Da Rin y Thomas Hellmann, “*The importance of the trust for investment: evidence from Venture Capital*”, Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997934>. Acceso en: 18 de septiembre de 2008.

económicas. Por ejemplo, se establece una relación positiva entre la confianza y el crecimiento económico⁶.

Más recientemente, Guiso, Sapienza y Zingales⁷ estudiaron la importancia de la confianza en los *trades* o intercambios de bienes, financial assets e inversiones externas directas, e utilizaron información de Dutch e Italia para establecer los efectos de la confianza en la participación en los mercados de capitales.

Previo a invertir hay un proceso de búsqueda donde los emprendedores buscan la atención de los inversores (venture capitalists), los que tienen que incurrir en tiempo y costos analizando potenciales negocios de inversión.

Nosotros creemos que una alta confianza facilita los procesos de matching. Nosotros, aún más, conjeturamos que el país donde se encuentra la firma de venture capital y la nacionalidad de sus miembros afecta y hace a la relación de confianza con los emprendedores y en definitiva afecta la inversión.

En tal sentido, el venture capital provee un particular y atractivo test sobre los efectos de la confianza. Por un lado, uno puede afirmar que los inversores de *venture capital* son inversores sofisticados que no actúan sobre la base de información pobre y que están bien posicionados para explotar las oportunidades de arbitraje. Por el otro lado, uno puede contar que la financiación de nuevas compañías envuelve inherentemente información limitada y un alto grado de incertidumbre, como así también un amplio *scope* para un comportamiento oportunístico. Son varios los estudios en los que se afirma que la confianza tiene un fuerte y positivo efecto respecto de las inversiones, como así también la significativa y positiva relación entre la confianza y los “*complex contracting*”.

La confianza es un factor importante en la generación y estructuración de un proyecto. Son numerosos los trabajos que explican las características y rasgos contractuales observados en los venture capital⁸.

⁶ Knack Stephen and Keefer Philip (1997), “*Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation*”. Quarterly Journal of Economics, 112 (4), 1251-88; Temple Jonathan and Johnson Paul (1998), “*Social Capability and Economic Growth*”, Quarterly Journal of Economics, 113 (3) 965-90; and Zack Paul and Knack Stephen (2001), “*Trust and Growth*”, Economic Journal 111, 295-321.

⁷ Guiso Luigi, Sapienza Paola y Zingales Luigi (2005), “*Cultural biases in Economic Exchange*”, NBER working paper 11005.

⁸ Dessin Wouter, (2005), “*Information and Control in Alliances & Ventures*”, Journal of Finance, 60 (5), 2513-2549; Gompers Paul, (1997), “*Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: an examination of convertible securities in VC*”, Mimeo, Harvard Business School; Hellman Thomas (1998, 2006) “*The Allocation of Control Rights in Venture Capital contracts*”, Rand Journal of Economics, 29 (1), 57-76, and

Mucha literatura se ha focalizado en la importancia de la confianza en las finanzas en ambientes donde hay poco *enforcement* legal. Por ejemplo, Johnson, Mc Millan y Wooddruf⁹ muestran que cortes que funcionan bien son un pre-requisito para los emprendedores para confiar y acordar con los proveedores externos.

Al principio de la relación entre el inversor y el emprendedor, la confianza entre el potencial inversor (*venture capitalist*) y un potencial emprendedor receptor de la inversión, es exógena. Una vez que su relación se desarrolla, la confianza se vuelve endógena respecto de las numerosas decisiones e interacciones. Un fondo de venture capital con poca confianza en el emprendedor puede que nunca ponga interés en el plan de negocios o Business plan del emprendedor, por lo que una gran confianza aumenta la posibilidad de que los inversores y el emprendedor generen un “*match*”.

1.2.3. El Rol de los Intemediarios en los Mercados.

Los avances tecnológicos han reducido dramáticamente el costo de la información, con un tremendo impacto en el sector económico. En la esfera financiera, el venture capital es considerado como la frontera de la innovación liberado de la regulación y precedentes de los mercados tradicionales¹⁰.

Los intermediarios financieros juegan un rol muy importante en salvar las asimetrías en la información y monitorear a los emprendedores en representación y nombre de los inversores. En la vieja economía, el rol que hoy desempeña el venture capitalist era desempeñado por los bancos comerciales. En *The Venture Capital Cycle* los profesores Paul Gompers y Josh Lerner describen que el ciclo del venture capital es, funcionalmente, muy similar a la relación existente entre los bancos y los tomadores de créditos¹¹.

“IPOs, Acquisitions and the use of convertible securities in venture capital, forthcoming, *Journal Economics*, 81 (3), 649-79; Kaplan Steven and Stromberg Per (2003, 2004), “*Financial Contracting Theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*”, *Review of Economic Studies*, 70 (2) 281-395, and “*Characteristics, Contracts and Actions: evidence from venture capitalists analysis*”, *Journal of Finance*, 59 (5), 2177-210; Kaplan Steven, Freferic Martel and Stromberg Peter, (2007), “*How do legal differences and learning affect financial contracts?*”, *Journal of Financial Intermediation*, 16 (4), 273-311.

⁹ Johnson Simon, John Mc Millan and Woodruff, (2002), “*Courts and Relational contracts*”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 18 (1), 221-277.

¹⁰ Triantis George G., “Financial contract design in the world of venture capital”; Paul Gompers and Josh Lerner. “*The venture capital cycle*”, MIT, 1999, Ppix, 375. Social Science Research Network electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=258392. Acceso en: 24 de enero 2009.

¹¹ “Venture capital can be viewed as a cycle that starts with the raising of a venture fund; proceeds through the investing in, monitoring of, and adding value to firms; continues as the venture capitalists raising additional

Ambos intermediarios financian start-ups hasta que las mismas alcancen cierta reputación que les permita recaudar capital en los mercados. Son varios los autores que señalan que los venture capitalists han desarrollado nuevos acercamientos para resolver los problemas de información. La mayoría de las pequeñas empresas son privadas donde el control y la administración no se encuentran separados. Las oportunidades de financiamiento que enfrentan estas compañías, especialmente en sus primeros años de vida, dependen de la calidad de sus ideas de negocios y del contenido de innovación de las tecnologías que se encuentran desarrollando, pero improbablemente estén correlacionadas con su presente o actual flujo de caja. Son éstas firmas las que tienen más limitaciones de acceso al financiamiento.

Sin embargo, una diferencia notable es que el venture capital ha demostrado una preferencia por *convertible securities* a contrario de los *short term secured credit*¹². Aunque los profesores Gompers y Lerner se focalizaron en el venture capital cycle como una solución a los problemas de información e incentivos, además sugieren que los contratos en materia de venture capital no son siempre eficientes, específicamente ellos manifiestan que el suministro de los venture capitalists es lento para ajustarse a las fluctuaciones de la demanda, demostrando una empírica asociación entre los períodos de alta demanda y menos covenants restrictivos en los *limited partnership agreements*.

En la jerga de la economía, los contratos financieros son incompletos. Los mismos son celebrados bajo un entorno o ambiente incierto y fallan en cuanto a aprovechar toda la información disponible. En primer lugar, cierta información es solo observable por una sola de las partes, el emprendedor, quien no puede en forma fundada comunicarla a terceros (información asimétrica). Esta información asimétrica aumenta el costo de capital para el emprendedor. Debido a la incertidumbre subyacente y la información asimétrica, las partes no pueden especificar en términos verificables las acciones eficientes del emprendedor en cada posible futuro estadio.

funds2 (pp 3-4). A significant difference between the two cycles may be the limited term of the venture capitalist partnership that compels the distribution to investors, who then choose whether to reinvest with the same general partner in a new fund.

¹² Kaplan Steven N. y Stromberg Per, “*Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*”, university of Chicago Working paper (1999); Sahlman William a., “*The structure and governance of venture-capital organizations*”, 27 J Fin Econ 473 (1990).

En segundo lugar, las partes no pueden controlar el comportamiento post-financiamiento por medio de un contrato, ya sea que el comportamiento en sí mismo o situaciones futuras no pueden ser verificadas por terceras partes (problemas de agencia).

Los intermediarios financieros atenúan, en varias formas, los obstáculos de la información que impiden el financiamiento de start-ups. El emprendedor puede renegociar ciertos términos del financiamiento con un simple intermediario a bajo costo¹³. Los bancos y venture capitalists son dos tipos de intermediarios financieros entre los inversores y las start-ups. Estas empresas son demasiado jóvenes, volátiles y tienen poco track record como para obtener capital directamente de los inversores.

Cada intermediario tiene un mejor y superior acceso a información relevante relativa a sus respectivos inversores. Ambos intermediarios son importantes fuentes de financiamiento y asesoramiento estratégico. Esta flexibilidad de financiamiento es de un valor extraordinario para las firmas pequeñas o start-ups, cuyo valor esta cerrado en cuanto a opciones para su crecimiento y desarrollo. De cualquier modo, los intermediarios continúan menos informados que los emprendedores y por lo tanto no resuelven completamente los problemas de incentivos causados por los propios intereses de los emprendedores.

Frente a la ausencia de activos tangibles, la oportunidad de conductas disvaliosas es mayor y el monitoreo más dificultoso. No obstante ello, los contratos financieros de los bancos y venture capitalists son similares en diseño, con la notable excepción de los derechos convertibles. Lo más común en los venture capital son las acciones preferidas convertibles o *convertible preferred stock*. Este *security* contiene covenants restrictivos cuya violación dispara ciertos derechos a favor de los venture capitalists. Además, es bastante usual que los venture capitalists posean la mayoría de los votos y representación en el órgano de administración de la empresa.

En el ámbito de venture capital y financiamiento bancario, el intermediario y el emprendedor tienen cierta flexibilidad en cuanto al tiempo de la inversión. Hasta cierto punto ellos pueden posponer el compromiso del fondeo por parte del inversor, pueden ir en búsqueda de mayor información y menos incertidumbre. Bajo menos incertidumbre es más

¹³ Smith Clifford W. Jr., and Warner Jerold B., "On financial contracting: an analysis of bond covenants", 7 J Fin Econ 117, 151-52, (1979).

fácil controlar por contrato el comportamiento del emprendedor. Por supuesto que el costo de esperar puede hacer desaparecer los beneficios, en particular que el venture sea tomado por un competidor.

Los venture capitalists invierten en los emprendimientos en varias etapas o por tramos. En aquellos casos de más severos obstáculos de información, es usual que el financiamiento se divida en varias y sucesivas inversiones. La edad de una compañía es sólo a veces una variante relevante, mientras tiene un impacto positivo significativo en la duración del financiamiento en el caso de las firmas de *low-technology* no tiene efectos significativos con las firmas de *high-technology*.

El valor y el rol de los intermediarios es reducir la severa asimetría de información y los problemas de agencia.

1.4. El Rol del Financiamiento a través del Venture Capital. Evidencia Práctica de Brasil.

A lo largo de estos últimos años varios estudiosos del tema se abocaron al análisis del efecto que tiene el financiamiento por a través de venture capitalists respecto de pequeñas empresas que no cotizan sus acciones, llegando a una preliminar conclusión de que el *investment rate* de las pequeñas empresas de tecnología no cotizantes esta fuertemente relacionado con su correspondiente flujo de caja, como así también concluyeron que luego de recibir el financiamiento estas empresas experimentaron un aumento en su *investment rate*, independientemente de su fuente de financiamiento.

Modigliani y Miller¹⁴ muestran que bajo la hipótesis de menores fricciones en los mercados financieros, cada inversión con valor presente positivo es financiada en equilibrio y la fuente de financiamiento es irrelevante. Bajo la misma hipótesis Jorgenson y Hall desarrollaron la teoría “*Firms intemporal optimal investments*”¹⁵. En este modelo la disponibilidad de capital interno (flujos de caja actuales) no juegan rol alguno. Sin embargo, cuando se toman en cuenta las imperfecciones del mercado engendradas por las asimetrías de la información, las ineficiencias comienzan a surgir.

¹⁴ Modigliani F., Miller MH, (1958), “*The cost of capital, Corporation finance, and the theory of investment*”, American Economic Review, 48: 261-297.

¹⁵ Jorgenson D.W., (1963), “*Capital theory and investments behavior*”, American Economic Review, 53: 247-259; Hall, R.E., Jorgensn D.W., (1967), “*Tax policy and investment behavior*”, American Economic Review, 57: 391-414.

Sobre la base de la experiencia Brasileña se puede afirmar que la falta de infraestructura y seguridad crea oportunidades de inversión. De cualquier modo, la idiosincrasia institucional representa la mayor barrera para los venture capital –modelo de inversión americano- a adaptarse invirtiendo en diferentes estadios de desarrollo de un negocio¹⁶. El éxito del private equity y venture capital ha empujado a varios países a desarrollar su propia industria de venture capital.

No obstante, el venture capital fue diseñado a la medida del ambiente institucional americano, sin perjuicio de lo cual el grado al cual el modelo americano de venture capital podrá adaptarse en forma exitosa a otros países es una pregunta particularmente interesante¹⁷.

Sin perjuicio de la difusión internacional de la actividad de venture capital, la industria sigue estando fuertemente concentrada en los Estados Unidos. No obstante el desarrollo del venture capital alrededor del mundo¹⁸, últimamente el tamaño relativo de dicha industria depende de la oferta de fondos y la demanda por venture capital. Los factores de demanda son aquellos relacionados con el número y calidad de emprendedores buscando capital y los factores de oferta son aquellos que empujan a los inversores hacia los venture capital.

Los factores determinantes del tamaño de la industria de venture capital son, entre otros, la actividad emprendedora, los esfuerzos de innovación, las rigideces del mercado laboral y las tasas de interés por el área de la demanda. En cuanto a los factores por el lado de la oferta, podemos mencionar el crecimiento del mercado privado de pensiones, la reputación de las organizaciones de venture capital ya establecidas, la calidad de los standards contables. También pueden incluirse otros factores como el volumen de IPOs, y los programas gubernamentales¹⁹. Las diferencias en el diseño y grado de desarrollo de la industria de venture capital se debe a factores institucionales, siendo el sistema legal del país un parámetro importante.

¹⁶ De Lima Ribeiro, “*Private Equity and Venture Capital in an emerging economy: evidence from Brazil*”, Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=912523. Acceso en: 24 de octubre de 2008.

¹⁷ Gompers P., Lerner J., (2002) “*The venture capital cycle*”, Cambridge: The MIT Press.

¹⁸ Jeng L., P. Wells, (2000), “*The determinants of venture capital funding: evidence across countries*”, Journal of Corporate Finance, 6(3): 241-289.

¹⁹ Gompers, P., Lerner, J., (1998), “*What drives venture capital fundraising?*”, Brookings papers on Economic Activity: Microeconomics, 149-204; Jeng L., Wells P., (2000), “*The determinants of venture capital funding: Evidence across countries*”, Journal of Corporate Finance, 6(3): 241-289.

Mientras que hay una evidencia considerable sobre el venture capital en Estados Unidos, Europa y Asia, hay una general falta de información respecto de su desarrollo en Latinoamérica. El ambiente que caracteriza a gran parte de los países de esa región es notoriamente diferente al de los Estados Unidos, especialmente respecto de la cultura emprendedora, el mercado de capitales, la eficiencia de los sistemas legales y la informalidad de los negocios. Esta dinámica es explicada por Leeds y Sunderland, quienes observaron que los pioneros obtuvieron retornos mediocres en los mercados emergentes²⁰. Es por ello que los managers de los venture capital tuvieron que revisar sus modelos de inversión para continuar operando en la región.

Los procesos burocráticos son un problema endémico en Latinoamérica. Abrir e iniciar un negocio, obtener licencias, etc, son trámites seriamente dilatados por obstáculos burocráticos. En sintonía con Kaufmann²¹ la burocracia y la corrupción están fuertemente relacionadas.

El sistema legal argentino es ineficiente en cuanto al *enforcement* de los derechos de los acreedores e inversores. El capital es caro y son muy pocas las compañías que tienen acceso a él. En nuestro país los legisladores deben de trabajar en resolver los principales tópicos regulatorios, siendo un problema pendiente a resolver el de la justicia por el que se hacen valer y cumplir la ley como los contratos. La argentina tiene un mercado de capitales pequeño siendo necesario su desarrollo, ya que mercados de capitales saludables son esenciales para el crecimiento de la industria del venture capital, ya que permiten a los inversores salir exitosamente de sus inversiones. En Argentina la industria del venture capital esta fuertemente limitada por la idiosincracia institucional, pero al mismo tiempo la falta de infraestructura (transporte, energía, telecomunicaciones, etc) y seguridad, aún proveen oportunidades para este tipo de inversiones.

Haciendo una comparación entre las economías regionales en desarrollo, Brasil lidera en Latinoamérica los esfuerzos tendientes a lograr obtener financiamiento y al desarrollo de la industria del venture capital.

²⁰ Leeds R., Sunderland J., (2003), “*Private Equity investing in emerging markets*”, Journal of Applied Corporate Finance, 15 (4): 8-16.

²¹ Kaufmann D. A., Kraay & Mastruzzi M., (2003), “*Governance matters III: governance indicators for 1996-2002*”. Washington: World Bank Policy research Report Series.

1.5. Características Relevantes de la Actividad en el entorno Internacional.

Conforme fue definido más arriba, siendo entendido el venture capital como la financiación patrimonial de proyectos de negocios que debido a su índice de riesgo, no pueden acudir directamente a fuentes convencionales de financiación a un coste aceptable, es claro que dicha financiación es de carácter temporal durante el período de maduración del proyecto. La rentabilidad de los capitales invertidos se genera en la plusvalía obtenida al desinvertir los mismos.

Como característica fundamental de la actividad podemos señalar el carácter privado de los fondos de inversión que deben constituirse con capitales privados, de tal forma que la selección de proyectos a participar se realice exclusivamente por criterios de competitividad, rentabilidad y crecimiento. Y así se dice en una de las conclusiones de un informe de la OCDE de 1985²² sobre la actividad de capital de riesgo o venture capital cuando cita que “la creación de sociedades de venture capital con fondos públicos es un mercado original pero ambiguo y difícil, con interferencia de criterios no microeconómicos originando un efecto negativo en todo el entorno empresarial”.

Ahora bien, entendemos que la intervención del sector público tiene entre otros los siguientes inconvenientes: (i) el riesgo de interferencia de condicionantes políticos en las inversiones; (ii) la ambigüedad del sector público en la definición de beneficios; (iii) el posible conflicto entre objetivos económicos y sociales; y (iv) la tendencia probada de que la intervención de la administración conduce a un incremento de las presiones sociales y laborales.

El apoyo público debe dirigirse a crear un marco propicio e incentivar el desarrollo del mercado de venture capital, las inversiones de capital de riesgo y la disponibilidad de créditos para proyectos de negocio sin participar directamente en su financiación.

Teniendo definida la actividad, nos centraremos en los conceptos fundamentales de la misma y sus principales características: (i) entidad gestora, (ii) fondos de inversión-origen, (iii) proyectos a invertir – emprendedor, (iv) desinversión, y (v) marco fiscal y medidas de apoyo.

1.5.1. Sociedades o Fondos de Inversión:

²² OCDE, “Le capital-risque et les technologies de finformation”, Paris, 1985.

El emprendedor no puede acudir directamente a fuentes convencionales de financiación debido al alto riesgo que suponen las características innovadoras y falta de trayectoria probada de su proyecto de negocio, todo ello en concordancia con lo que hasta ahora venimos comentando. Por otra parte, al inversor patrimonial se le une al alto riesgo de pérdida de su capital un período de maduración de cinco a diez años sin rendimiento, pero con bastantes posibilidades de tener que aumentar su inversión para proteger-salvar lo ya invertido, aunque se le ofrece la posibilidad de una plusvalía.

Además, el deficiente nivel de eficiencia y falta de control administrativo de que adolecen los negocios de este tipo y el sector de las pequeñas y medianas empresas en general son problemas también para el inversor.

Como respuesta a estas preocupaciones y en definitiva al alto riesgo, ha sido lógica la formación de sociedades o fondos de inversión, a través de los cuales los inversores pueden dividir su riesgo repartiendo la inversión en cierto número de proyectos. Pero no debe de perderse de vista que el típico el gestor de inversiones no se encuentra adecuadamente preparado para seleccionar entre los muchos proyectos de negocio que le serían propuestos como responsable de un fondo de venture capital, ni tampoco para dar el apoyo ni asesoramiento que necesitarían las empresas participadas para optimizar sus posibilidades de éxito. En este orden de ideas, podemos definir al gestor de este tipo de inversiones de venture capital como “Venture Capital Manager”, cuyas funciones típicas podemos resumir de la siguiente manera: (i) impulsar a los inversores a hacer este tipo de inversión captando fondos; (ii) atraer y seleccionar los proyectos de negocio de más posibilidades de éxito; (iii) canalización de fondos de inversión hacia los proyectos seleccionados; (iv) optimizar las posibilidades de éxito a través de la prestación de servicios a los negocios participados; y (v) realizar las plusvalías de los inversores consiguiendo un rendimiento satisfactorio.

La entidad de venture capital se hace cargo del apoyo a las empresas participadas no solamente desde el punto de vista financiero sino también del asesoramiento en temas de gestión.

En el ámbito internacional, el grado de asistencia varía desde los que limitan su intervención a la inversión financiera seguida por una mínima supervisión posterior, a otros que siguen una política de contacto casi continuo, donde el gestor asume

un papel casi de liderazgo. Se denomina el enfoque de un nivel intensivo de apoyo y asistencia como “hands-on” y su opuesto como “hands-out”. Lógicamente, el nivel de apoyo que resulte conveniente depende del nivel de eficiencia de la administración de las empresas participadas. El apoyo será mucho menor que en el caso del emprendedor – técnico – inventor.

Como mencionáramos más arriba, el país europeo con más desarrollo de la actividad de venture capital es el Reino Unido. En él es habitual una política de apoyo continuo. Este apoyo se basa en el nombramiento de un Consejero profesional, que ayude a la gerencia de la empresa del emprendedor en la planificación estratégica y en la forma de decisiones operacionales.

Además el profesional de la entidad de venture capital ayuda al emprendedor a no perder de vista los cambios que se dan en su entorno económico-fiscal así como el propio desarrollo del mercado de sus productos. Su relación con el emprendedor es más de socios en un mutuo empeño de inversor y empresa o de supervisor y gerencia. Todo ello, por supuesto, sin perder de vista las responsabilidades que el gestor de venture capital tiene hacia los inversores de los fondos y asegurar que las empresas participadas estén adecuadamente controladas.

En la mayoría de los países donde la actividad de venture capital se ha extendido, existe un requisito legal de auditoría y el gestor puede confiar, por lo menos en parte, en su eficacia como herramienta de control.

1.5.2. Origen de los Fondos de Inversión:

Las principales fuentes de los fondos de venture capital, podemos decir que son: (i) personas físicas; (ii) instituciones financieras; (iii) compañías de seguros y fondos de pensiones; y (iv) sociedades.

Son varios los motivos por los que parte de los autores consideran que las personas físicas son el origen de fondos más apropiado para la actividad de venture capital; claro está que deben estar adecuadamente incentivadas fiscalmente para canalizar sus ahorros hacia este tipo de inversión de alto riesgo, sobre todo en el inicio de esta actividad como es el caso de nuestro país.

En el ámbito internacional, estas cuatro fuentes de fondos han dado lugar a diferentes estilos de sociedades de venture capital. Por ejemplo, tenemos el caso de la

Comunidad Económica Europea, en donde es dable observar que el principal aporte de fondos se realiza a través de los bancos pero generalmente creando sus propias sociedades de venture capital o capital de riesgo, en las que los objetivos no se centran exclusivamente en la creación de nuevos negocios sino que contemplan el volumen global de actividades del banco. En las decisiones de inversión entran, además se tienen en cuenta otros factores o índices, y así ocurre, dándose el caso de que hay un exceso de fondos sin proyectos para invertir, en países como Alemania, donde los fondos de bancos han tenido un notable desarrollo.

El segundo, en cuanto al origen de fondos en Europa, lo ocupan los provenientes de las grandes corporaciones que han creado sus propios departamentos “Corporate and Venturing Department” las que tienen como objetivo de generar innovación y proyectos de negocio aunque con perspectiva a menos de cinco años, lo que les ha llevado a un relativo y casi generalizado fracaso. Pensamos sin embargo que son departamentos que adecuadamente incentivados y con objetivos claramente definidos serán una gran fuente de innovación en el futuro.

Considerando que la actividad de venture capital no consiste únicamente en una inyección de recursos financieros en una nueva empresa, sino también en el aporte de competencias necesarias para su establecimiento y en la concepción de estrategia comercial, organización y gestión.

La habilidad del fondo de venture capital para seleccionar entre los proyectos de negocio y para apoyar a las empresas participadas será uno de los factores críticos para que prospere la actividad de venture capital y se desarrolle.

La actividad básica que debe brindar el emprendedor incluye el plan de negocios (Business Plan) que cubre una serie de aspectos que las entidades de venture capital definen, entre ellos el presupuesto para el período de maduración del negocio propuesto. El plan identifica problemas y debilidades y propone medidas para su solución. Aunque dicho plan es responsabilidad del emprendedor, normalmente las entidades de venture capital colaboran activamente en la elaboración del mismo, repercutiendo o no su coste al emprendedor. El análisis financiero se realiza por el personal de la entidad de venture capital.

Punto fundamental es que el emprendedor se comprometa profesional y financieramente con el negocio que propone. La calidad de las personas, el emprendedor y sus asociados, es un factor determinante en la elección de un proyecto. Un proyecto de potencial técnico excepcional fallará si falla el factor humano.

Otros aspectos que se tienen en cuenta al analizar los proyectos que podemos mencionar son: (i) proyectos que supongan el aprovechamiento innovador de nueva tecnología; (ii) proyectos dirigidos a mercados crecientes por sus posibilidades futuras de mejora de productividad; (iii) es deseable un elemento de innovación; (iv) debe existir una intención de influencia en el desarrollo del mercado; (v) los proyectos de un solo producto o servicio representan mayor riesgo, por lo menos deben existir planes de evolución de nuevos productos; y (vi) será ingrediente casi imprescindible una alta capacidad de crecimiento para poder ofrecer posibilidades de altas plusvalías a los inversores.

1.5.3. Salidas / Exits.

Precedentemente hemos señalado que se trata de inversiones temporales, es decir, que cuando el negocio está maduro se desinvierte la participación. Entre los principales métodos de desinversión podemos mencionar: (i) venta al emprendedor; (ii) venta a un tercero; y (iii) venta en la Bolsa.

La venta de la participación de venture capital a un tercero puede realizarse mediante la adquisición del negocio en su totalidad por una sociedad mayor o parcialmente, en cuyo caso representaría el traspaso lógico de una inversión de venture capital a una inversión convencional una vez conseguida la madurez de la empresa participada y reducido el grado de riesgo que supone.

Pero el método más interesante de desinversión desde el punto de vista de la economía en general es la venta de la participación de venture capital al propio emprendedor. Referente a la venta en bolsa, su actividad en el caso de venture capital a nivel internacional se divide en dos categorías: La creación de un mercado para las acciones de una sociedad durante su período de desarrollo y la cotización de sus acciones una vez establecida una trayectoria.

1.5.4. Incentivos.

Para fomentar la inversión en venture capital y paliar, de alguna forma, los inconvenientes que este tipo de inversión tiene, centrados básicamente en el grado apreciable de riesgo, y el problema de cómo realizar la inversión con su correspondiente plusvalía, en el caso de aquellos negocios que prosperen, los Gobiernos de diferentes países han introducido numerosos apoyos, que se resumen en: (i) inversión directa: la inversión de fondos públicos en venture capital; (ii) subvención a la inversión; (iii) préstamos oficiales; y (iv) garantía bancaria.

Al margen de estos apoyos a la financiación de los proyectos de negocios se han desarrollado muchos otros incentivos, a la innovación, al establecimiento de nuevos negocios y para las pequeñas y medianas empresas en general, con el objeto de crear un marco propicio a la actividad de venture capital.

Como ejemplos de incentivos podemos mencionar: (i) subvenciones a la investigación; (ii) subvenciones a los estudios de mercado; (iii) ventajas fiscales; (iv) regulación y transparencia fiscal.

Un punto importante que merece un comentario más amplio es el de los incentivos a los inversores en las sociedades o fondos de venture capital dado que han sido puntos clave en el desarrollo de la actividad en distintos países. Podemos mencionar como características de los incentivos a los inversores en venture capital las siguientes:

- Debe ser superior a la de otros activos financieros; el concepto de riesgo es diferente al de otros valores con trayectoria conocida. Aquí hablamos de inversiones en nuevos proyectos de trayectoria no probada, alto riesgo y gestionada por sociedades de nueva creación. A igualdad de incentivos fiscales, la persona física se decide por valores de menor riesgo, aunque la expectativa de rentabilidad sea también menor. Esta claro que todos los países dirigen los instrumentos económicos en la dirección más idónea para conseguir los objetivos que se marquen, aplicando medidas coyunturales y seleccionadas. Además estos incentivos han de ser de carácter temporal, hasta crear en el inversor confianza en esta actividad y en estas sociedades.
- El apoyo debe realizarse fundamentalmente en el momento de invertir en los fondos, las personas físicas no invierten por una perspectiva de desgravación a cinco años, es decir, en la plusvalía, invierten pensando en la desgravación del año

en curso, cuando esta inversión tiene alto riesgo. Si hay seguridad de plusvalía a plazo, invierten independientemente de la desgravación que ésta tenga. Estamos en un entorno económico de alta dosis de inseguridad. Son medidas fiscales que apoyan la inversión en nuevos proyectos con gran dosis de riesgo. Si la inversión proporciona gran rentabilidad en forma de plusvalía, es justo repartir la rentabilidad entre todas las partes que han apostado por los nuevos proyectos (inversor por sus fondos y el Estado por el apoyo fiscal).

Estos incentivos son imprescindibles en una primera fase, hasta que el inversor adquiera costumbre y confianza para invertir en estos fondos.

Una adecuada normativa en cuanto a límites, necesidad de inversión en proyectos para abrir otro fondo, entidades homologadas, etc, puede muy bien controlar el adecuado uso del incentivo sin el riesgo de que se canalicen, hacia estos fondos, inversiones en cantidades no controladas o como refugio fiscal, sin que los fondos respondan a sus objetivos.

Como antecedentes y experiencia, el Reino Unido tiene en vigor el “Business Expansion Scheme” (BES), cuyo apartado fiscal contempla la desgravación en el momento de la inversión así como otras consideraciones hacia las entidades de venture capital y de apoyo a los emprendedores. Los resultados obtenidos en cuanto a generación de empresas dentro del marco del BES han sido espectaculares.

En resumen, la actividad de venture capital como desarrollo empresarial ha demostrado ser un elemento muy importante en la primera introducción comercial de una gran parte de los nuevos bienes y servicios que se han desarrollado en las últimas décadas.

Sin embargo, en Europa no ha tenido todavía el desarrollo que se dio en EE.UU, salvo en el Reino Unido, y en este país fundamentalmente por el marco fiscal elaborado con el objeto de canalizar el pequeño ahorro hacia la creación de empresas.

No obstante, todos los países de la OCDE están preparando nuevas medidas destinadas a desarrollar su mercado nacional de venture capital. Del conjunto de características de la actividad de venture capital, podemos señalar cinco que consideramos fundamentales, tres de las cuales se refieren a la oferta de fondos y dos a la demanda, a saber: (i) La actividad de venture capital como actividad financiera no es un mercado aislado de los otros mercados financieros. Tiene estrecha relación con otras instituciones

financieras y así la existencia de mercados bursátiles dinámicos son fundamentales para el desarrollo de la actividad, principalmente como instrumento de desinversión una vez lanzado el proyecto. Es una actividad financiera que presupone una legislación adecuada sobre todo desde el punto de vista fiscal, que cree confianza del inversor en la misma; (ii) La oferta de venture capital no se limita solo a una oferta de capitales y a una aceptación del riesgo esperando altos beneficios, sino que, sobre todo, es una oferta de competencias profesionales muy específicas, tanto en lo referente a la evaluación del proyecto como a su gestión de lanzamiento y planificación estratégica futura, en estrecho contacto con el emprendedor; (iii) La inversión en venture capital por el Estado creando sociedades de venture capital con fondos públicos es una actividad ambigua y difícil, con criterios de decisión de los proyectos no estrictamente económicos. Las sociedades que se crean sufren muy a menudo interferencias de criterios no microeconómicos en su gestión y tienen la tentación de ser utilizadas por los poderes públicos como instrumentos de política regional. En definitiva, enrarecen el entorno empresarial; (iv) Desde el lado de la demanda de fondos, el desarrollo de la actividad de venture capital exige un clima favorable a la figura del empresario, que al final se reflejará en un número elevado de proyectos de creación de nuevas empresas y comercialización de nuevos productos y servicios. Los factores socioeconómicos deben permitir y fomentar el desarrollo del espíritu de empresario, a la vez que el entorno fiscal apropiado para el desarrollo de empresas ya la investigación; y (v) Además del clima favorable para el desarrollo y la seguridad del empresario, éste debe estar dispuesto a recurrir a la cofinanciación de su proyecto y aceptar las competencias profesionales en materia de gestión y de planificación del negocio.

Como resumen podemos decir que esta actividad financiera, que en definitiva es el apoyo y la promoción empresarial, se ha erigido como la modalidad financiera de la reindustrialización en la mayoría de los países occidentales. Actualmente a nivel mundial hay alrededor de mil sociedades y fondos de venture capital que están canalizando fondos principalmente hacia las pequeñas y medianas empresas que, al final, es donde se están generando la mayor parte de los nuevos puestos de trabajo.

La industria del venture capital en los Estados Unidos ha experimentado un dramático crecimiento en las pasadas décadas²³. Ese dramático crecimiento ha aumentado la atención de los inversores, fondos, economistas, y políticas de mercado en la industria del venture capital. De cualquier modo, la comprensión y conocimiento de las inversiones de venture capital es aún limitado.

1.6. Factores Determinantes.

Para nuestro análisis sumaremos las variables de riesgo político. Examinaremos relevantes hipótesis a los efectos de determinar el impacto de los factores macroeconómicos y de riesgos políticos por sobre las inversiones de venture capital. Podemos afirmar que uno de los más importantes determinantes de las inversiones de venture capital es el valor total de los bienes negociados. En contrario a lo sostenido por Jeng y Wells²⁴ solo podemos proveer evidencia por la significativa importancia de los IPO en las inversiones de venture capital en la etapa conocida como early stage²⁵.

Aunque el venture capital es reconocido como una importante fuente de financiamiento para aquellos países con actividades emprendedores, hay grandes diferencias entre los distintos países en cuanto concierne a las sumas invertidas en venture capital. A modo de ejemplo podemos decir que la intensidad es relativamente alta en los EE.UU y Canadá mientras que es bastante baja en Japón.

Algunos autores afirman que el venture capital es descripto en Europa en forma diferente en que lo es en los EE.UU. En Europa el venture capital hace referencia a inversiones de Private Equity, por otro lado en EE.UU, cuando se habla de venture capital se hace referencia a un tipo específico de inversión de Private Equity. Esto incluye tres etapas conocidas como (i) investing-seed, (ii) start up, (iii) expansión-excluyendo buyouts.

²³ ...[...] *the venture capital industry has experienced dramatic growth since 1987, and especially after 1995. For example, the number of new financing rounds increased through time, especially after 1995. In fact, not only the number of financing rounds increased, but also the average amount raised in each round increased. For example, the average amount raised in each round was 2.06 million in January 1987. It increased to 4.55 million in January 1996 and 17.2 million in January 1999.* Liang Peng, August 2001, “*Building a venture capital index*”, Yale International Center for Finance working paper N° 00-51, Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281804>. Acceso en: 25 de septiembre de 2008.

²⁴ Jeng L.A and Ph. C. Wells 2000. “*The determinants of venture capital funding: evidence across countries*”, Journal of Corporate Finance, 6(3), pp. 241-289.

²⁵ Stefano Bonini, “*The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World*”, Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=945312>, Acceso en 20 de diciembre de 2008..

Nuestro primer objetivo es entender las inversiones de venture capital, y para ello tomamos la definición de EE.UU de venture capital, incluyendo solo las *early* y *expansion stages*.

Es importante también revisar porque el financiamiento a través de los mecanismos tradicionales resulta complicado para las compañías respaldadas por venture capital. Hay cuatro factores principales que limitan o dificultan el acceso al financiamiento por parte de una joven compañía: incertidumbre, información asimétrica, intangibilidad de los bienes de propiedad de la compañía, y las condiciones en el mercado financiero y mercado del producto.

Si los inversores no pueden determinar con facilidad que la compañía podrá tener éxito en un futuro próximo, el grado de incertidumbre será alto. Si los inversores son adversos al riesgo, resultará difícil persuadirlos a los efectos de que financien proyectos con alto grado de incertidumbre, lo que afecta no sólo la contribución de capital sino también el tiempo de la inversión. La información asimétrica surge cuando un emprendedor conoce más acerca de la compañía que los inversores. Los emprendedores pueden llegar a tomar acciones o medidas que los inversores no pueden observar y pudiendo esto resultar a expensas de los inversores y representar un costo para ellos.

Asimismo otra de las características de la información asimétrica resulta en la dificultad para los inversores en poder diferenciar entre proyectos y emprendedores eficientes e ineficientes.

En cuanto al tercer factor, en el caso de que los bienes de una compañía sean básicamente intangibles, como por ejemplo ideas, será más deficiente encontrar y conseguir financiamiento para los proyectos de dicha compañía. Por último, las condiciones de mercado juegan un rol muy importante en cuanto al financiamiento. Respecto de este punto, los venture capital surgen como intermediarios financieros.

Adicionalmente existen otros factores potenciales que afectan la intensidad de las inversiones de venture capital, la diversidad de sistemas financieros es quizás uno de los más importantes factores determinantes de las diferencias entre los países. Black y Gilson²⁶ encuentran una relación entre entre los sistemas financieros de cada país y la intensidad del venture capital. En suma ellos demuestran que un mercado de capitales

²⁶ Black B.S. and R.J. Gilson (1998). “*Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*”, *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277

activo es mucho más apropiado para un fuerte mercado de venture capital que un mercado bancario, por la posibilidad para el venture capital de salirse de la inversión a través de un IPO. Otro factor determinante en cuanto a la intensidad de inversión de un venture capital es analizado por Gompers y Lerner²⁷, Jeng y Weels²⁸ por el cual muestran que las rigideces del mercado laboral, el nivel de IPOs, los programas gubernamentales para emprendedores y los procesos de quiebra explican las variaciones en la intensidad de las inversiones de VC entre los distintos países.

Algunos artículos han examinado los determinantes de la performance de los venture capital sobre una base micro²⁹. Kaplan y Stromberg³⁰ estudian los contratos actuales entre los venture capitals y los emprendedores con el objeto de comparar las características de los actuales contratos financieros con sus contrapartes. Ellos descubrieron que varios aspectos de los contratos de venture capital tienen el efecto de ayudar a los venture capitals en detectar buenos emprendedores y compañías de los malos.

Poterba³¹ es el primero que en describir los cambios en la oferta y demanda de inversiones de venture capital. Él sostiene que muchos cambios en cuanto a la financiación pueden tener lugar como consecuencia de cambios tanto en la demanda como en la oferta de inversiones de venture capital.

Adicionalmente Gompers y Lerner manifiestan que los impuestos sobre las ganancias de capital tienen un importante efecto sobre la suma que los venture capital oferten con el propósito de inversión.

Black y Gilson encuentran que existe una relación entre los sistemas financieros de los distintos países y el mercado de venture capital. Ellos sostienen que la fuente fundamental de EE.UU y que otorga ventaja competitiva en la industria de venture capital es la existencia de un fuerte mercado de IPO. Jeng y Weels manifiestan que la

²⁷ Gompers, P and J. Lerner (1998), “*What Drives Venture Fundraising?*”, Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics, pp. 149-192.

²⁸ Jeng L.A and Ph. C. Wells 2000. “*The determinants of venture capital funding: evidence across countries*”, Journal of Corporate Finance, 6(3), pp. 241-289.

²⁹ Gompers, P and J. Lerner (1999), “*The Venture Capital Cycle*”, Cambridge, Mit Press.

³⁰ Kaplan, S. and P.Stromberg, 2003, Financial contracting theory meets the real world: Evidence from venture capital contracts, Review of Economics Studies 70(2), 281-315.

³¹ Poterba J.M.(1989). “*Venture Capital and Capital Gains Taxation*”, NBER working papers series, Working Paper n°2832, NBER, Cambridge.

rigidez del mercado laboral, el nivel de IPO, los programas gubernamentales para los emprendedores, y los procesos de quiebra explican una parte significativa las variaciones que se observan en los distintos países respecto de las inversiones de venture capital.

1.6.1. Determinantes políticos: A pesar de la gran atención que se le ha dado a los determinantes de la intensidad de los venture capital, existe una falta sustancial en estudios académicos de los determinantes políticos de las inversiones de venture capital. Especialistas en venture capital incluyen la estabilidad política entre uno de los más importantes determinantes del financiamiento a través de venture capital³². En tal sentido, los venture capitals e inversores están creciendo en Singapur como consecuencia de tomar ventaja de la estabilidad política del país, al alto grado de educación de los empleados y la ubicación estratégica³³.

Brunetti y Weder³⁴ demuestran que hay una conexión negativa entre incertidumbre institucional e inversiones privadas. En la misma línea podemos decir que los venture capital prefieren invertir en países con bajo riesgo político o políticamente más estables. Prast y Lax³⁵ sostienen que el riesgo político esta dado por la probabilidad de que los objetivos de un proyecto se vean afectados por cambios en el entorno y ambiente político. Estos cambios pueden traducirse en la expropiación o nacionalización de la propiedad o los recursos, inconvertibilidad de la moneda, acciones contra el personal, intervenciones gubernamentales en los términos y condiciones de los contratos, discriminación en materia impositiva.

El riesgo político existe cuando las reglas del gobierno para hacer negocios en el país, incluyendo los impuestos aplicables, pueden ser cambiados rápidamente. Es por

³² Markus Ableitinger, Director de Capital Dynamics dice. “ Successful private equity needs macro-economic and micro-economic factors. These include political stability, sophisticated capital markets, corporate governance, strong entrepreneurial structure, and proper benchmarking. Other factors include fragmented markets, low competition, and comparability of funds. If some of these criterias are not there it makes it a high risk and volatile proposition, so Russia has problems”, EVCA Yearbooks, European Venture Capital Association, Zaventem, 2005.

³³ Kolesnikov-Jessop, S 2003. Feature: “*Singapore getting venture capital*”, United Press International, http://www.techventure-asia.com/library/TVP0403001/files/spore_getting_venture_capital.pdf.

³⁴ Brunetti, Aymo and Beatrice Weder (1998), “*Investment and Institutional Uncertainty: A comparative study of different uncertainty measures*”, *weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 134, N°. 3, pp. 513-533.

³⁵ Prast W.G. y Lax H.L. (1982), “*Political risk as a variable in the TNC decision making*”. *Natural Resources Forum* 6, 183-191.

ello que creemos que los venture capital invierten más en aquellos países en los que el riesgo político es más bajo.

Siguiendo a Poterba, Gompers y Lerner³⁶ y Jeng y Wells, nosotros afirmamos que las variaciones en las inversiones de venture capital alrededor del mundo son consecuencia de la oferta y demanda de inversiones de venture capital. La demanda proviene del deseo de los emprendedores de comenzar con compañías (start-ups).

¿Cuales son los factores macro que determinan la intensidad de las inversiones de venture capital alrededor del mundo? (i) La economía, ya que se espera que la salud general de la economía afecte la suma de las inversiones de venture capital. Si la economía crece rápido, habrá más atractivas oportunidades para los emprendedores para empezar nuevas compañías, lo que lleva a un aumento en la demanda por venture capitals.

La literatura, en materia de venture capital, muestra que la salida más atractiva para una inversión es el IPO. Estos afectan la oferta de inversiones de venture capital porque con/o a través de los procesos de IPOs, las compañías que cuentan con el apoyo de venture capitals pueden mostrar su experiencia al mercado en general. Y ello hace que altos niveles de procesos de IPOs en un país desencadenen mayores inversiones de venture capital. (ii) Las oportunidades tecnológicas, gracias a las cuales Gompers y Lerner han dado lugar en la década de los noventa a un gran crecimiento en venture capital. (iii) Ambiente emprendedor, medido a través de tres variables: el nivel de las tasas impositivas, el nivel de actividad emprendedora y la rigidez del mercado laboral.

El nivel de presión impositiva probablemente reducirá el volumen de los emprendimientos, y por lo tanto, la demanda de inversiones de venture capital. También la actividad emprendedora se ve afectada las regulaciones del mercado laboral. En tal sentido, podemos afirmar que un empleado tiene poca motivación para empezar su propia compañía en aquellos países con un mercado laboral rígido en comparación con otros.

Dentro de la literatura sobre venture capital, las rigideces del mercado laboral son descritas como uno de los más importantes determinantes de porque los venture capital no se han establecido en Europa y Asia en la misma medida que en EE.UU. Por tanto, suponemos que la rigidez del mercado laboral impactará en forma negativa en la

³⁶ Gompers, P. and Lerner J., (1998), “*What drives venture fundraising?*”, Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics, pp. 149-192.

demanda de inversiones por parte de venture capital, importando que una mayor rigidez del mercado laboral lleva a una menor demanda de fondos por parte de venture capital.

Nosotros asimismo sostenemos que el nivel de emprendimientos en un país afecta en forma positiva las sumas de inversiones de venture capital. Es decir, que la actividad emprendedora afectará en forma positiva la intensidad de las inversiones de venture capital.

¿Qué factores de riesgo político determinan la intensidad de las inversiones de venture capital alrededor del mundo? En tal sentido consideramos que son cuatro las categorías de riesgo político. Y en tal sentido señalamos que el perfil de las inversiones, las condiciones socioeconómicas, conflictos internos y corrupción, creemos que son las categorías que pueden manipular la intensidad de las inversiones de venture capital.

Las condiciones socioeconómicas vista como variable es la suma de los siguientes subcomponentes: desempleo, pobreza y confianza del consumidor. Aquellos países con altos ratings de buenas condiciones socioeconómicas reciben mayores sumas de inversiones por parte de venture capital si se los compara con aquellos países con bajos ratings socioeconómicos.

Siguiendo la misma línea de análisis, aquellos países con altos ratings de conflictos internos, entendidos tales como guerras, violencia política, desordenes civiles, etc, obtienen menores sumas de inversiones que aquellos en los países con un bajo nivel de ratings de este tipo.

Por último, podemos afirmar que la corrupción resulta ser una amenaza para inversiones extranjeras por varias razones, entre otras porque distorsiona la economía y el ambiente financiero, reduce la eficiencia de los negocios.

El más claro ejemplo de corrupción en los negocios puede traducirse en la forma de demanda de especiales pagos conectados con licencias para importar y exportar, controles de cambios, préstamos, etc. Este tipo de corrupción puede hacer difícil la conducción de negocios de modo eficiente y en ciertos casos puede forzar la retirada de inversiones. En consecuencia, países con alto nivel de corrupción reciben u obtienen menores sumas de inversiones de venture capital que aquellos países con menor nivel de corrupción.

Como conclusión podemos afirmar que la industria de venture capital alrededor del mundo ha crecido en forma significativa en las últimas dos décadas. Este crecimiento ha recibido especial atención por parte de los profesionales y académicos. Es por ello que nos hemos focalizado en varios factores políticos y macro que consideramos pueden afectar e influenciar la intensidad de las inversiones de venture capital alrededor del mundo.

2. OBJETIVOS DEL CORPORATE GOVERNANCE

2.1. Concepto del Gobierno Corporativo.

El gobierno corporativo nació en Inglaterra y los Estados Unidos, y la rápida difusión del tema en el mundo es el resultado del fenómeno de la globalización.

A pesar de su propagación a varios países y mercados, en cada uno de ellos se absorbe el gobierno de las empresas de una manera peculiar, atribuyendo sus propias características, como resultado de la influencia de los aspectos financieros, económicos, políticos, culturales y jurídicos.

La definición de gobierno corporativo de las empresas parece ser un tema complejo, dada la multiplicidad de disciplinas de estudio y del hecho de que está estrechamente relacionado con aspectos como el financiero, cultural, legal, la economía, y la política, de cada jurisdicción.

Es necesario examinar los diferentes elementos del gobierno corporativo, las distintas definiciones que recibió de la doctrina y los códigos de gobierno corporativo para entonces aceptar o dar una definición para el instituto. Teniendo en cuenta la relevancia del estudio de del derecho comparado y las lecciones de la práctica de otros países y el sistema nacional, en el presente documento se abordará los objetivos del gobierno corporativo o *corporate governance*, prestándose especial atención a los Estados Unidos de Norteamérica e Inglaterra, como así también Alemania y Japón, dada la conocida dicotomía entre los modelos de gobierno corporativo de estos países.

2.2. Objetivos

En cuanto a los objetivos, los temas que se tratarán son: (i) la responsabilidad social de proteger a la minoría, (ii) reducción de los conflictos de intereses, y (iii) el fortalecimiento del mercado de capitales, entre otros.

Estas cuestiones se examinarán en detalle a fin de determinar si son o no los objetivos del gobierno corporativo.

Acerca de la protección de las minorías, las reglas de gobierno corporativo, específicamente aquellas estrechamente relacionadas con la obligación de transparencia y reducción de conflictos en las empresas, la adopción de reglas de gobierno corporativo de este tipo podría representar ventajas para las minorías.

Pero sería el objetivo del gobierno corporativo la protección de una clase de accionistas? O su objetivo sería la búsqueda de la más amplia protección de la propia sociedad de negocios?

Y más: el gobierno corporativo debe tener el objetivo de reducir los conflictos de interés de una empresa? Y si se busca la protección de la propia sociedad de negocios, sería un instrumento propulsor del interés social?

El gobierno corporativo también puede ser visto como un instrumento del fortalecimiento del mercado de capitales. Sus normas de transparencia, el control y la gestión profesional, hace a las empresas más fuertes y por ende más atractivas para los inversores, permitiendo el aumento de la recaudación de fondos por parte de las empresas en el mercado de capitales provocando el fortalecimiento de este último. Objeto de este trabajo será el estudio de teorías sobre las razones para el fortalecimiento del mercado de capitales.

La dificultad de identificar los objetivos del corporate governance es la misma que se enfrenta cuando se busca dar una definición de corporate governance. Por ser un tema multidisciplinario, y de proporción mundial, al corporate governance se le atribuyen diferentes finalidades de acuerdo a la estructura de las sociedades de los distintos países, su economía, cultura, legislación y política.

Acerca de la gran repercusión mundial del instituto, Margaret Blair indica cinco factores que entiende son responsables del intenso foco sobre el gobierno corporativo en el mundo de los negocios, los medios de comunicación, los círculos académicos, y la política, a saber: (i) la percepción, a mitad de la década de 1980, de que las compañías norteamericanas estaban perdiendo espacio por las compañías alemanas y japonesas; (ii) la

ola que tuvo lugar en los EE.UU en la década de los ochenta de ofertas hostiles y la reestructuración de grandes empresas; (iii) gran aumento en los paquetes de remuneración de los ejecutivos; (iv) despidos masivos como consecuencia de la reestructuración empresarial; y (v) la quiebra de las economías socialistas de Europa del este y la ex Unión Soviética³⁷.

Hideki Kanda, a su vez, manifiesta que el debate sobre los temas de gobierno corporativo siempre surgen con más intensidad luego de escándalos financieros que envuelven a grandes compañías abiertas³⁸.

Se entiende que ambos autores se encuentran en lo correcto. El gobierno corporativo está asociado a todas las cuestiones antes mencionadas, debido a su aspecto multidisciplinario. Sin embargo, a los efectos de este trabajo, nos proponemos sistematizar los objetivos del gobierno corporativo eligiendo cuatro asuntos asociados, con mucha frecuencia, al tema, a fin de verificar si cada uno de ellos es o no un objetivo del gobierno corporativo.

El fortalecimiento del mercado de capitales se describe como uno de los objetivos del gobierno corporativo, siendo el propósito del gobierno corporativo incrementar el valor de las compañías mediante el desarrollo del mercado de capitales como fuente alternativa de obtención de recursos para las empresas³⁹.

El gobierno corporativo está relacionado, asimismo, con la estructura de poder en las compañías y con la reducción de los conflictos de intereses, entre accionistas y

³⁷ Margaret M. Blair, “*Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*”, p. 6-11.

³⁸ Hideki Kanda: “*While academics tend to debate the most efficient form of decision-making system in public companies or the most efficient form of monitoring in public companies, history shows that the debate on corporate governance and the discussion on the reform of the present governance system arise when fraud or other abuses are uncovered in certain public companies. Japan (like Germany and elsewhere) is not an exception.*” El autor cita algunos ejemplos de escándalos, y continúa: “The mass media and others blamed these scandals on poor corporate governance. While this is hardly the place to discuss the details of these scandals, it must be noted that the actual discussion today on the reform of company law is more concerned with how to have public companies stop abuses or fraud than about which governance system is better for enhancing economic efficiency of public companies. And as an empirical matter, the corporate governance debate is unlikely to lead to solutions for dealing with this type of fraud.” (Notes on corporate governance in Japan, in: Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, et al. (org.), “*Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*”, p. 894).

³⁹ En este sentido, las recomendaciones de la CVM sobre Gobierno Corporativo: “Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado como alternativa de capitalização.”(Grifo nosso) Disponible en: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acceso: 27 de octubre de 2008.

administradores, típico del modelo *shareholder*, y entre accionistas y acreedores o empleados, éstos últimos más típicos del modelo *stakeholder*. Las compañías con menos conflictos entre los diferentes grupos de poder pueden moverse mejor y de forma más eficaz en la búsqueda de su interés social.

La protección de los accionistas minoritarios y la responsabilidad social también son materias frecuentemente asociadas al gobierno corporativo.

Los cuatro puntos mencionados precedentemente serán estudiados en detalle con el objetivo de investigar si son los objetivos del gobierno corporativo o no y, por tanto, comprender mejor la institución del gobierno corporativo, sus finalidades y su relación con el derecho.

2.2.1. Responsabilidad Social?

Corresponde aquí verificar si la responsabilidad social es uno de los objetivos del gobierno corporativo, o sea, si las normas sobre estructuras de las empresas y las recomendaciones de buen gobierno contemplan que las empresas, además de realizar las actividades previstas en sus objetos sociales y observar la ley, deben llevar adelante acciones de responsabilidad social.

Las acciones de responsabilidad social, son acciones voluntarias que son realizadas por las empresas con el objetivo de desarrollar una mejor relación con sus *stakeholders* sobre a base de una conducta ética, destinadas a la sustentabilidad y la mejora de las condiciones sociales.

Actuar de conformidad con la ley no es una opción para las empresas, es obligatoria, por lo cual no debe confundirse con la responsabilidad social. Puede ocurrir que acciones típicas de responsabilidad social pasen a ser exigidas por ley, dejando en ese momento de ser tales acciones meramente voluntarias.

En este punto, resulta interesante la definición dada por el Instituto Ethos⁴⁰ respecto de que se entiende por responsabilidad social empresaria:

⁴⁰ "El Instituto Ethos de Empresas y Responsabilidad Social es una organización no gubernamental creada con la misión de movilizar y sensibilizar y ayudar a las empresas a gestionar sus negocios de manera socialmente responsable, hacerlos socios en la construcción de una sociedad justa y sostenible ". Disponible en: <<http://www.ethos.org.br/DesktopDefault.aspx?Alias=Ethos&Lang=pt-BR&TabID=3334>>. Acceso en: 27 de octubre de 2008.

Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais compatíveis com o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais⁴¹.

Muchas acciones de responsabilidad social practicadas por las empresas implican la promoción de la reducción de las desigualdades sociales, sin perjuicio de ello no debe de olvidarse que las acciones sociales forman parte de las responsabilidades de los gobiernos⁴² que pueden ser auxiliados por la iniciativa privada conforme a las posibilidades y conveniencias de estas últimas.

En lo que respecta a la relación de la responsabilidad social con el gobierno corporativo, considerando el origen de éste último como una herramienta tendiente a conferir mayor transparencia a los inversores y regular los conflictos de agencia y otras relaciones internas de poder y control en las sociedades, y la estabilidad de los mercados de capitales, la conclusión es que no existe. Es por ello que resulta importante respetar los orígenes del instituto bajo pena de no deformarlo e incluir en él materias que no le pertenecen.

Sin embargo, considerando que cada país puede diseñar su modelo de gobierno corporativo de la forma que le parezca más conveniente, hay mucha influencia de la cultura, de la política, de la economía y de otros factores según la geografía en la

⁴¹ “Responsabilidade social de las empresas es la gestión que se define por la relación ética y transparente con todas las de la empresa pública con todo los públicos con los cuales se relaciona y por el establecimiento de metas empresariales compatibles con el con el desarrollo sostenible/sustentable de la sociedad, preservando los recursos naturales y culturales para las generaciones futuras, respetando la diversidad y promoviendo la reducción de las desigualdades sociales”. Disponible en: <<http://www.ethos.org.br/DesktopDefault.aspx?TabID=3344&Alias=Ethos&Lang=pt-BR>>. Acceso en: 27 de octubre de 2008.

⁴² Daniel R. Fischel entiende que la responsabilidad social no compete a las empresas, sino a los gobiernos. El objetivo de las companies es maximizar el lucro y eso no siempre coincidirá con acciones de responsabilidad social: “It appears that it is only because the proponents of reform have largely failed in implementing their objectives through the political processes that they have turned to attempting to achieve these same objectives by altering the governance of corporations.” También manifiesta que las cuestiones relacionadas con factores externos deberían ser objeto de una ley específica sobre la material y no ser incluida dentro del los temas de gobierno corporativo: “Firms that close plants to move to different geographical areas commonly are accused, for example, of lacking a sense of responsibility to affected workers and the community as a whole. The difficulty with this argument is that it ignores the presumably greater benefits that will accrue to workers and the community in the new locale where the firm can operate more profitably.” (“*The corporate governance movement*”. *Vanderbilt Law Review*, v. 35, n. 6, p. 1259-1292, nov. 1982, p. 1269-71).

elaboración de sus normas de buen gobierno corporativo locales, por lo cual es posible que algunos códigos determinen acciones de responsabilidad social como una finalidad del gobierno corporativo mismo.

Independientemente, todas las sociedades tienen como finalidad el lucro, por lo tanto, la realización de actividades sociales será siempre conciliada con algún retorno para la compañía.

En el Código King II se ilustran las siete características del gobierno corporativo, a saber: (i) disciplina, (ii) transparencia, (iii) independencia, (iv) compromiso, (v) responsabilidad, (vi) justicia, y (vii) responsabilidad social⁴³. Cabe señalar, sin embargo, en la definición de responsabilidad hay una conexión entre la responsabilidad y los beneficios económicos que pueden derivarse de ella –beneficios económicos indirectos.

Por lo tanto, no es la responsabilidad social uno de los propósitos del gobierno corporativo, pero en la persecución del interés social y en busca del lucro y/o ganancias, acciones sociales pueden ser requeridas por la sociedad, por los inversores, y, por lo tanto adoptar medidas sociales pasa de este modo a ser una de las formas de traer beneficios económicos a la empresa. Del mismo modo, hay autores que justifican la realización de acciones sociales por parte de las empresas como un medio que abre la posibilidad de obtener algún retorno financiero.

En resumen y para los fines del presente trabajo, se concluye que la responsabilidad social no es objeto del gobierno corporativo.

2.2.2. Protección del minoritario?

No es raro que se asocie al gobierno corporativo con la protección del accionista minoritario, pero es objetivo del gobierno corporativo atender los asuntos de un grupo específico de la empresa?

Cuando se pretende reducir los conflictos de intereses entre los grupos de poder de una sociedad, el buen gobierno corporativo tiende a demandar más derechos para los menos favorecidos en la relación, a fin de poder equilibrar la misma. En los países

⁴³ “*Social responsibility. A well-managed company will be aware of, and respond to, social issues, placing a high priority on ethical standards. A good corporate citizen is increasingly seen as one that is nondiscriminatory, non-exploitative, and responsible with regard to environment and human rights issues. A company is likely to experience indirect economic benefits such as improved productivity and corporate reputation by taking those factors into consideration.*” (Disponible en: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=106>. Acceso en: 15 de diciembre de 2008).

marcados por la existencia de empresas de capital concentrado, es mayor la frecuencia con la que se producen conflictos entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios respecto de conflictos entre accionistas y directores. En el modelo *shareholder* de buen gobierno, en el que se busca la maximización de las ganancias de los accionistas, la intención es preservar las ganancias de todos los accionistas, mayoritarios y minoritarios, siendo que el equilibrio de fuerzas entre estos grupos de accionistas es una máxima también de este modelo⁴⁴.

Otro punto que tiene como consecuencia la mayor protección de los minoritarios es el deseo de un país de fortalecer su mercado de capitales. Buscar un mercado de capitales fuerte y líquido significa esforzarse por tener más compañías abiertas, mayor volumen de negociación y mayor número de inversores. Los inversores institucionales invierten mundialmente en los mercados y ofrecer una mayor protección a los accionistas minoritarios es, sin duda, un aditamento atractivo. Por lo tanto, normas que garanticen dividendos mínimos, derecho de venta conjunta, entre otros, ofrecen mayor protección al minoritario con la intención de tener un mercado de capitales más sólido.

Por lo tanto, se concluye que la protección de los minoritarios en sí mismo no es un objetivo del gobierno corporativo sino un medio para alcanzar sus objetivos, a saber, la reducción de los conflictos de intereses y/o el fortalecimiento del mercado de capitales, en modo que permita ofrecer alternativas viables de financiación a través del mercado de capitales.

2.2.3. Reducción de los conflictos de intereses?

La reducción de los conflictos de intereses es citada por diversos códigos de gobierno corporativo como un objetivo del instituto. El gobierno corporativo en cuanto a forma, determina e identifica las estructuras de poder de las sociedades y verifica el papel e

⁴⁴ En este sentido, Henry Hansmann e Reinier Kraakman: “*The shareholder-oriented model does more than assert the primacy of shareholder interests, however. It asserts the interest of all shareholders, including minority shareholders. More particularly, it is a central tenet in the standard model that minority or noncontrolling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders. In publicly-traded firms, this means that all shareholders should be assured an essentially equal claim on corporate earnings and assets.*” (2The end of history for corporate law”, *Social Science Research Network Electronic Library*, p. 10).

influencia de cada uno de los grupos relacionados con ella en la realización de actividades sociales⁴⁵.

En función de los modelos de buen gobierno corporativo, la organización interna de las compañías difiere según las distintas jurisdicciones. En algunos países los accionistas tienen una mayor influencia en la gestión de la sociedad, en otros los administradores llevan adelante por sí solos la gestión de la empresa, como ocurre en los EE.UU.

Podemos decir que el conflicto de intereses se desdobra en dos. El primero es el conflicto de intereses interno, de cada participante de la sociedad, que debe pensar en sus intereses individuales con sus intereses en calidad de miembro de la sociedad (sea como administrador, accionista, u otro papel). El segundo se refleja en el conflicto de intereses entre los diversos participantes de la compañía que pretenden que la conducción de la sociedad y de los negocios sociales favorezca a su clase. Algunos conflictos clásicos se traban entre administradores y accionistas de las empresas con dispersión de capital y entre accionistas mayoritarios y minoritarios en las compañías con control de capital concentrado.

Al gobierno corporativo le compete analizar los conflictos de intereses de las empresas en un determinado país y mercado y de ser posible solucionarlos o al menos reducirlos. Por tanto, el instituto presenta mecanismos de composición de intereses con mayor participación de varias clases de *stakeholders* en la conducción de los negocios sociales, como así también herramientas de control que permiten a los grupos no controlantes verificar y monitorear las acciones tomadas por el grupo controlante, examinando si las mismas han sido tomadas en el mejor interés de la compañía.

Respecto del monitoreo de las acciones del grupo de control, Takeo Hoshi acredita que los conflictos de agencia son monitoreados de dos formas: por el modelo *control-oriented* o por el modelo denominado *arm's-length*⁴⁶.

⁴⁵ Conforme Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, el consejo de administración debe monitorear potenciales conflictos de intereses entre el directorio, miembros del consejo y accionistas, incluyendo el uso indebido de los activos de la compañía o el abuso en operaciones con partes relacionadas. (Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acceso en: 14 de diciembre de 2008.) O el Código de Buen Gobierno Corporativo do IBGC también trata sobre el conflicto de intereses, determinando que una persona no debe votar cuando hubiere un conflicto de intereses personales y de la compañía. (Disponible en: <http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf>. Acceso en: 14 de diciembre de 2008).

El modelo *control-oriented* consiste en el monitoreo directo de los administradores por los accionistas. El modelo *arm's-length*, por su parte y conforme señala Takeo Hoshi, es una forma de control sin ninguna intervención directa en la administración de la sociedad, más se da por medio de actos de los accionistas que perjudican a la administración.

2.2.4. Fortalecimiento del mercado de capitales?

Nótese que a lo largo de este trabajo hay una profunda conexión entre el gobierno corporativo y el mercado de capitales, habida cuenta que algunos códigos de gobierno corporativo fueron elaborados como una manera de evitar escándalos financieros que involucren compañías abiertas. Otros fueron preparados con la intención de lograr la competitividad de los mercados.

Estados Unidos e Inglaterra son países caracterizados por mercados de capitales altamente desarrollados, y tal vez por el hecho de ser potencias mundiales, hay quien defiende que hay que es necesario tener un mercado de capitales desarrollado para el éxito de la economía de un país. Concordamos con esto último. Entre otras razones por ser innegable que el mercado de capitales es una fuente para la captación de recursos para las compañías.

El debate sobre la mejor forma de financiación que existe para una empresa, ya sea a través de préstamos bancarios o mediante la obtención de fondos a través del mercado de capitales, es objeto de controversia entre los economistas. Sin perjuicio de ello, para los fines del presente trabajo cabe mencionar que existe una corriente que apuesta por el mercado de capitales que junto con la globalización de los mercados y la situación de que los inversores miran las reglas de gobierno corporativo a la hora de tomar la decisión de donde aplicar sus recursos, son una razón suficiente para examinar la siguiente cuestión: ¿fortalecer el mercado de capitales es el objetivo del gobierno corporativo?.

El mundo asiste actualmente a la globalización de los mercados con operaciones de inversores en las bolsas de valores de todo el mundo. Es de notar inclusive una competencia entre las bolsas con impuestos, tarifas y/o normas interesantes para el

⁴⁶ La clasificación de los modelos de control *arm's-length* y *control-oriented*, y su explicación se basan en el texto del autor Takeo Hoshi, Japanese corporate governance as a system, in: Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, et al. (org.), "Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research".

inversor. Otro factor para establecer la interconexión de los mercados mundiales es la influencia de los resultados de una bolsa respecto de las restantes. En esta corrida por los inversores, las bolsas deben estar preparadas para recibir a los inversores institucionales, los cuales, por su parte, están buscando y buscando cada vez más aplicar sus recursos en mercados que les aseguren transparencia, derecho a dividendos y retorno financiero.

En apoyo de este punto, del resultado de la pesquisa del Banco Mundial que da McKinsey, surge que los inversores institucionales invertirían entre un 18% y 28% más en aquellas empresas con prácticas de gobierno corporativo más rígidas es un dato importante a considerar. El estudio también constata que los líderes de fondos de inversión para tomar una decisión de inversión le confieren a las prácticas del órgano de administración de la sociedad igual o mayor importancia que la que se le confiere a los estados financieros de la misma⁴⁷. A mero ejemplo podemos citar el caso de Alemania, en cuyas normas conceden a los empleados el derecho a indicar miembros en el consejo de administración de las grandes compañías, hecho que aleja a muchos inversores⁴⁸.

Se puede pensar que en países adeptos al modelo *stakeholder*, en que estos últimos poseen una voz activa en la gestión de la empresa, pueden resultar perjudicados en el camino del fortalecimiento del mercado de capitales, ya que los inversores buscan tener derechos políticos en las sociedades y retornos máximos.

No obstante, el fortalecimiento del mercado de capitales es uno de los objetivos del gobierno corporativo, mismo en el modelo *stakeholder*, dado que el desarrollo de las empresas y el progreso de la economía de un país ha de importar a todos los habitantes de una nación, sean ellos accionistas, directores, empleados, proveedores, consumidores o la comunidad en general. En el modelo *stakeholder*, la compañía debe buscar que los recursos captados por a través del mercado de capitales se destinen a

⁴⁷ Entre las principales conclusiones del estudio consta: “*Three-quarters of investors say board practices are at least as important to them as financial performance when they are evaluating companies for investment. In Latin America, almost half the respondents consider board practices to be more important than financial performance.*” (McKinsey & Company, *Investors opinion survey*. Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>>. Acceso en: 20 de diciembre de 2008).

⁴⁸ Al respecto, ver Mark J. Roe, alega que el sistema alemán de *co-determination* para la composición del consejo de supervisión alemán impide la atomización de la propiedad de las compañías alemanas y presenta sus argumentos.. (German co-determination and German securities markets, en: Klaus J. Hopt; Hideki Kanda; Mark J. Roe et al. (org.), *Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 361-372).

aumentar la capacidad de la empresa, por su valor de continuidad, y de llevar adelante sus actividades sin causar daños al medio ambiente.

De hecho, la continuidad de la empresa es también relevante para el inversor de las compañías del modelo *stakeholder*, pues, como regla general la inversión en acciones de la compañía es más rentable si es realizada a largo plazo.

Es evidente, por lo tanto, que el fortalecimiento del mercado de capitales constituye uno de los objetivos del gobierno corporativo.

Sin embargo, hay varias teorías que versan sobre las formas de fortalecer el mercado de capitales de un país, o mejor aún, sobre las condiciones previas necesarias para fortalecer el mercado de capitales. Por lo tanto, cuando el gobierno corporativo asume su objetivo de fomentar el mercado de capitales de cierto país, ¿cuál sería el camino más eficaz para alcanzar el resultado esperado? Esta cuestión pasa a ser tratada a continuación.

2.2.4.1. Teorías sobre el fortalecimiento del mercado de capitales.

Hay diversas teorías sobre las formas y herramientas a ser utilizadas para el fortalecimiento del mercado de capitales. Algunos autores acreditan que la ley desempeña un papel fundamental en esta cuestión. Otros consideran que la solución es más lenta y reside en el aspecto cultural de una nación, de forma que las normas de cumplimiento voluntario tengan mayor poder. Otros creen que el mercado de capitales se auto-ajusta y no hay necesidad para su éxito de una regulación por parte de las autoridades de un país. Otros siguen creyendo que el aspecto político es responsable por el desarrollo del mercado⁴⁹.

Conforme el trabajo de Shleifer y Vishny, titulado “*A Survey of Corporate Governance*” la protección legal de los inversores contribuye al fortalecimiento del mercado de capitales. Dichos autores hacen referencia al vínculo entre la falta de protección de los pequeños inversores y el bajo desarrollo del mercado de capitales de algunos países, de forma que la primera es causa del segundo⁵⁰.

⁴⁹ Una selección de éstas teorías basadas en el texto de Érica Cristina Rocha Gorga, “*Does culture matter for corporate governance?*”, *Social Science Research Network Electronic Library*, p. 45 e ss.

⁵⁰ Andrei Shleifer e Robert W. Vishny: “*When the targets of expropriation by large investors are other investors, the adverse incentive effect of such expropriation is the decline of external finance. Many countries, for example, do not do much to protect minority investor rights, yet have large investors in the form of families or banks. While this governance structure may control managers, it leaves potential minority investors unprotected and hence unwilling to invest. Perhaps for this reason, countries in Continental Europe,*

Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny realizaron un estudio empírico sobre como la protección legal de los inversores varía conforme los países y la calidad de aplicación – exigibilidad (cumplimiento) de las disposiciones legales, examinando si tales variaciones importan para el gobierno corporativo⁵¹. En tal sentido se constató que algunos países tienen compañías con capital cerrado y captan recursos por préstamos bancarios, en cuanto otros poseen un mercado de capitales fuerte, con empresas con un capital atomizado. Este estudio examina la legislación comercial de cuarenta y nueve países, divididos en países del *civil law* y *common law*. A su vez, los países del *civil law* son sub-divididos conforme la influencia de la legislación francesa, alemana o escandinava, siendo las principales familias de los que creció la legislación comercial moderna⁵².

El estudio presenta tres conclusiones. La primera consiste en el hecho de que la ley de sociedades varía mucho entre los países, siendo los países del *common law* los que ofrecen mejores derechos a los inversores en general que los países del *civil law* (especialmente los descendientes de la familia francesa, siendo que los países descendientes de la familia alemana y escandinava se encuentran en una posición intermedia). Es decir, por tanto que los derechos de los inversores y de los acreedores oscilan conforme la ley del país.

La segunda se refiere a la aplicación- exigibilidad de la ley que también difiere enormemente entre los países. Los países con ordenamiento jurídico descendiente de las familias alemana y escandinava son los que presentan las mejores cualidades de aplicación de las leyes, seguidos por los países del *common law*, y finalmente, por último, los países de descendencia francesa. Los autores señalan como un aspecto crítico la aplicación de las normas de contabilidad –muy relevantes para los inversores- las cuales son muy poco observadas en los países descendientes de la familia francesa, donde el inversor no esta, por tanto, protegido por la ley, y tampoco por su aplicación.

such is Italy, Germany and France, have relatively small public equity markets.” (A survey of corporate governance. The Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 760).

⁵¹ Law and finance. 1996. “*National Bureau of Economic Research*”. Disponible en: <<http://www.nber.org/papers/w5661>>. Acceso en : 25 de septiembre de 2008.

⁵² Erik Berglöf e Ernst-Ludwig Von Thadden critican los trabajos de LLSV, entiende que su alcance es muy limitado. (Erik Berglöf e Ernst-Ludwig Von Thadden, The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries. *Social Science Research Network Electronic Library*.)

La tercera conclusión de los autores se refiere a la relación entre la concentración de capital y la poca protección para el inversor conforme al sistema de gobierno corporativo de los países y concluyen que la primera puede ser síntoma de la segunda. Asimismo se detecta una correlación negativa entre la concentración de la propiedad y la calidad de protección jurídica de los inversores en un país⁵³.

Los trabajos arriba mencionados revelan que la regulación del mercado de capitales consiste en el otorgamiento de más derechos a los accionistas, especialmente a los minoritarios, siendo factores relevantes para el desenvolvimiento del mercado de capitales de un país. Esta teoría es denominada “*the law matter hipótesis*”.

Franco Modigliani y Enrico Perotti⁵⁴ defienden la necesidad de la existencia de leyes, pero sostienen que un sistema judicial eficaz es aún más pertinente y esencial para hacer cumplir las relaciones contractuales. Estos autores estudiaron el impacto del ordenamiento jurídico en el desenvolvimiento del financiamiento externo y concluyeron que el desenvolvimiento del mercado de capitales no depende exclusivamente de la existencia de leyes societarias adecuadas, pero más precisamente de la exigibilidad efectiva de las mismas.

Ambos autores realizaron un estudio empírico sobre la base de información obtenida de Canadá, Israel, Italia, Suecia, Suiza, Reino Unido y los EE.UU y constataron que Suiza y Suecia puntúan bajo en el indicador de los derechos de los accionistas. Sin embargo, estos países tienen un sistema jurídico fiable y de bajo nivel de corrupción, de modo que la aplicabilidad de las leyes de protección de las minorías contra los riesgos de la expropiación. En vista de eso, los autores sugieren que la llamada “exigibilidad apropiada” (proper enforcement) es más importante que la ley para el desenvolvimiento del mercado de capitales⁵⁵ y concluyen: “*We conclude that the development of financial markets*

⁵³ Estas conclusiones son confirmadas por un estudio posterior de los mismos autores, en el cual concluyen que el ordenamiento jurídico, en cuanto normas y su exigibilidad es relevante para el tamaño y extensión del mercado de capitales de un país. Tal estudio denominado “*Legal determinants of external finance*”. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, jul. 1997.

⁵⁴ Franco Modigliani e Enrico Perotti, Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules. 2000. *Social Science Research Network Electronic Library*. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=200559>. Acceso en: 25 de noviembre de 2008.

⁵⁵ “*Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules*”, *Social Science Research Network Electronic Library*, p. 17.

requires a certain degree of regulation, consistently and impartially enforced; in other words, some clear and reliable 'rules of the gram'."⁵⁶.

La teoría de los mencionados autores gana fuerza especialmente en países donde el sistema jurídico es precario, pudiendo este último predominar inclusive a fuerza de la determinación de las relaciones de poder.

Otra corriente de pensamiento es la que ve en la política la razón principal y el fundamento para un mercado de capitales desarrollado – *the political hipótesis*. Uno de los autores más expresivos de esta corriente, Mark Roe,⁵⁷ sostiene que el desarrollo del mercado de capitales de un país está íntimamente relacionado con su opción política. El autor constata que las legislaciones que protegen a los accionistas minoritarios no son muchas veces suficientes para garantizar la separación entre propiedad y control; su ámbito de aplicación es mucho más limitado para ser realmente fundamental para la organización de la economía. Por su parte la política, es capaz de proporcionar respuestas a situaciones diferentes.

Como ejemplo, Mark Roe cita que la co-determinación del consejo de supervisión de las grandes compañías alemanas, que tienen su poder considerablemente reducido por intención de los accionistas, siendo tal intención justificada por la presencia de trabajadores (empleados) en los consejos.

Por otra parte, el alineamiento de los intereses de los administradores con los intereses de los accionistas, como ocurre en los EE.UU, por medio del pago de remuneraciones con incentivos, ofertas hostiles, transparencia en la contabilidad, entre otros, es muy difícil de implementar en países social demócratas⁵⁸. La maximización del valor para los accionistas en ese tipo de ámbitos puede acarrear reacciones de los trabajadores, especialmente organizados en forma de sindicatos, demandando más beneficios, aumento de los salarios, etc. Además la transparencia contable y el contacto del trabajador con los números de la compañía podrían representar un conflicto mayor entre los empleados y la compañía.

⁵⁶ Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules, *Social Science Network Electronic Library*, p. 19.

⁵⁷ Mark J. Roe, *Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*.

⁵⁸ "[...]social democracy fits badly with the diffusely-owned public firm, and one would predict fewer public firms in the stronger social democracies." (Mark J. Roe, "*Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*", p. 20).

Luego de analizar la relación entre la política y el gobierno corporativo, incluyendo la realización de pesquisas empíricas, Roe concluye que cuanto más social democrata sea una nación, menos será la propiedad separada del control⁵⁹. El autor analiza la *law matter hypothesis* y presenta sus límites empíricos. El mismo justifica la razón por la que los países del tercer mundo no tienen un mercado de capitales desarrollado, más no consigue explicar por que los países desarrollados no tienen un mercado de capitales desarrollado⁶⁰. Dice incluso que si se añaden las variables políticas al modelo *law matter hypothesis* tendremos un poder determinante más fuerte, pues la ley no tiene la misma fuerza que la ley y la política juntas.⁶¹

Además de la *law matter hypothesis* y la *political hypothesis* hay otra corriente denominada *cultural hypothesis*. Amir N. Licht, Chanan Goldschmidt, Shalom H. Schwartz, ⁶² partidarios de la *cultural hypothesis*, se proponen examinar si la ley de un país es reflejo de la cultura nacional. Analizan una serie de países definiendo sus dimensiones de valores culturales conforme los principios de las teorías de *cross-cultural psychology*, y constatan que las leyes de gobierno corporativo están sistemáticamente relacionadas con la cultura de un país. En tal sentido, alegan que la adaptación de los valores culturales ocurre en forma lenta, y en la mayoría de las veces como respuesta a cambios de la vida real y no como respuesta a reformas legales.

Otro autor partidario de la *cultural matter hypothesis*, John C. Coffee Jr.⁶³, defiende que las normas informales (no jurídicas) y la cultura son factores determinantes para el desenvolvimiento de un mercado de capitales. El autor analiza si es posible tener un mercado de capitales desarrollado en ausencia de una fuerte protección legal para los minoritarios y la presencia de grandes beneficios para el grupo de control. Por tanto,

⁵⁹ Las palabras del autor: “[...] the more strongly social democratic a nation, the less, all else equal, ownership would have separated from control.” (Mark J. Roe, “*Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*”, p. 47).

⁶⁰ Mark J. Roe: “[...] too many other conditions that depend on institutions other than corporate law have to be met before ownership can diffuse. And in nations where those other conditions are absent, there would be little reason for the public policymakers to invest deeply in developing good corporate law institutions, because they just would not be used.” (“*Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*”, p. 161).

⁶¹ Mark J. Roe, “*Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*”, p. 155.

⁶² Culture, law, and corporate governance. *International Review of Law and Economic*, n. 25.

⁶³ The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control. 2001. *Columbia Law School Working Paper Series*. Disponible en: <http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=64213&showthu mb=0>. Acceso en: 02 de noviembre de 2008.

examina históricamente a los EE.UU y a Reino Unido y los compara con Francia y Alemania en el mismo período, que se encuentra en los siglos XIX y XX. Identifica que los EE.UU y Reino Unido no tenían en esa época, un aparato legal consistente para dar protección a los inversores minoritarios.

El mercado de capitales norteamericano se desarrolla, siguiendo al autor, en razón de normas emitidas por la Bolsa de Valores de New York en el siglo XIX, en cuanto el inglés también debe su desarrollo a la regulación por la Bolsa de Valores de Londres, en el siglo XX. Es por ello que sugiere que el desarrollo de los mercados de capitales en Estados Unidos y en Inglaterra no está relacionado con el sistema legislativo de aquellos países y la injerencia del Estado, más si a la cultura y a las normas jurídicas que rigen las relaciones sociales, en su caso, emitidas por las Bolsas de Valores.

En Alemania, el gobierno interviene directamente en lo que respecta a este punto, subsidiando a los bancos y declarando un alto impuesto a las transacciones con valores mobiliarios, que fue suficiente para frenar el desarrollo del mercado de capitales.

Entonces, cuales serían las condiciones previas para un escenario de separación de la propiedad y el control? John Coffee no es contrario a la *law matter hypothesis*, pero sugiere la separación del mercado de la política, de forma que la regulación del mercado se de por instrumentos alternativos que la interferencia del gobierno. El autor propone que: (a) auto-regulación inteligente por las Bolsas de Valores y asociaciones de profesionales en las economías en transición pueden disminuir la distancia entre los mercados avanzados de occidente y las economías de transición; y (b) que el mercado sea protegido por normas jurídicas y mecanismos privados para evitar ofertas hostiles de control.

Otro autor que comparte esta postura es Brian R. Cheffins⁶⁴. Su texto tiene por objeto verificar que la afirmación de que los progresos del gobierno corporativo de un país, su aproximación con el modelo norteamericano de control disperso, se da por la misma ley. En tal sentido la ley sería el camino para la separación entre propiedad y control? Brian analiza el desarrollo del mercado de capitales inglés y concluye que no hay

⁶⁴ “Does law matter?”: the separation of ownership and control in the United Kingdom. 2000. *Social Science Research Network Electronic Library*. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

necesidad de una serie de leyes específicas para asegurar que la separación entre propiedad y control se torne una característica central del sistema de gobierno corporativo de un país.

Asimismo, afirma que existen conductas alternativas que pueden tener el mismo efecto que la ley. Como ejemplo, cita a la Bolsa de Valores inglesa, que ha seguido de cerca la oferta pública de acciones, confirmando mayor certeza a los inversores en la segunda mitad del siglo XX. Sin embargo, advierte que la *law matter hypothesis* puede ser muy relevante en otros países, los cuales no poseen las mismas instituciones y tradiciones inglesas.

Por último, la teoría denominada “*path dependence and public Choice hypothesis*” sostiene que las estructuras institucionales de un país y sus circunstancias históricas afectan al mercado de capitales. Para esta teoría son las circunstancias y decisiones históricas las que determinan el futuro.

Se han presentado las diversas teorías sobre las razones del fortalecimiento del mercado de capitales las que son una base importante para analizar los mecanismos que permiten alcanzar los objetivos del gobierno corporativo como un todo.

2.2.5. Conclusiones parciales

Entre los temas que nos propusimos analizar, se concluye que la responsabilidad social y la protección de los accionistas minoritarios no constituyen objetivos del gobierno corporativo, siendo finalidad del mismo los conflictos de intereses y el fortalecimiento del mercado de capitales.

En lo que respecta a la responsabilidad social, teniendo en cuenta los orígenes históricos del gobierno corporativo, no hay que entender eso como que el mismo sea uno de los objetivos del gobierno corporativo, sea bajo el modelo *shareholder* o *stakeholder*, pues las compañías en ambos modelos tienen finalidad de lucro. Las acciones de responsabilidad social pueden ser realizadas por las empresas conforme cual fuera su opción interna, sin que haya un vínculo de obligatoriedad con la acción pretendida, son acciones extra objeto social. Las empresas pueden optar por la realización de acciones sociales con el objeto de obtener retornos financieros.

Teniendo en cuenta la sociedad actual marcada por la pobreza y la desigualdad social, las acciones de responsabilidad social son bienvenidas y pueden ser

requeridas por la comunidad (consumidores, clientes, etc) pero no se puede clasificar a la responsabilidad social como uno de los objetivos del gobierno corporativo.

Tampoco entra entre los objetivos del gobierno corporativo la protección de los accionistas minoritarios, o mejor dicho, la protección de cualquier grupo de *shareholder* o *stakeholder* de una compañía. El gobierno corporativo no busca la protección de una clase específica. Sin embargo, esto puede acabar ocurriendo como un medio para alcanzar una finalidad mayor o superior, cual sería, tornar una compañía atractiva para el inversor en el mercado de capitales.

El fortalecimiento del mercado de capitales sí es uno de los objetivos del gobierno corporativo. Tal finalidad está típicamente asociada a los países adeptos al modelo *shareholder*. Sin embargo, ha sido cada vez más adoptada por los países *stakeholders* que deseaban desarrollar el mercado de capitales.

En cuanto concierne a la reducción de los conflictos de intereses, este también es un objetivo del gobierno corporativo. El gobierno corporativo busca acomodar los intereses de los diferentes grupos de poder en una sociedad a fin de que esta pueda seguir realizando sus actividades de acuerdo a su interés social.

En el modelo *shareholder*, los conflictos son normalmente caracterizados entre los accionistas y los administradores, pues los primeros dejan que los segundos actúen siempre en busca de la maximización de las ganancias. En el modelo *stakeholder* los conflictos de intereses incluyen los intereses de los acreedores, empleados, proveedores, entre otros grupos que se relacionan con la empresa. En este modelo, las compañías, guiadas por la teoría institucionalista del interés social, buscan, además de ganancias, el acomodamiento de los intereses de diversos grupos y la continuidad de la empresa. La empresa es vista como una entidad con un papel relevante en la sociedad.

3. COMO LOGRAR LOS OBJETIVOS DEL CORPORATE GOVERNANCE

Las normas de gobierno corporativo se han presentado en diferentes geografías, de muchas maneras, incluyéndose las recomendaciones de códigos de mejores prácticas, reglamentos de las bolsas de comercio, leyes, etc. El gobierno corporativo no se impone, por tanto, de forma única, pudiendo implementarse o llevarse adelante las mejores prácticas de gobierno corporativo a través de diversas alternativas. La elección de un

camino u otro es una elección propia de cada país. Como referencia, el Código de la OCDE no recomienda ningún mecanismo a ser adoptado para la implementación de las prácticas propuestas, pero sugiere que cada país opte por la mejor alternativa que busque y tienda a asegurar la eficacia de las reglas de buen gobierno corporativo.

Teniendo en cuenta los objetivos del buen gobierno corporativo, los que fueron descriptos en el punto anterior, a saber, reducción de los conflictos de intereses y el fortalecimiento del mercado de capitales, ¿cuál sería el mejor el mejor camino para alcanzar tales objetivos: regular o autorregulación? Además ¿cuál es el instrumento más apropiado para el logro de los objetivos del buen gobierno corporativo? Existen varias herramientas con diferentes ventajas y desventajas. No cabe duda de que la ley es la mejor y la opción más fuerte para asegurarse el cumplimiento de una conducta esperada y que los códigos de recomendación son los más frágiles. Pero ¿cuál de los dos es el más eficaz?. Cada una de las alternativas tiene sus propias características, las que se analizan a continuación.

3.1. Regulación y Auto-regulación

Regular y limitar. Auto-regular y/o limitarse a uno mismo. Una de las formas de alcanzar los objetivos de buen gobierno corporativo es la regulación estatal, mediante la sanción de una ley que regule sobre el tema.

Otro sería la auto-regulación por medio de las bolsas de valores, de manera y a fin de garantizar la aplicación de las normas de buen gobierno corporativo.

Una tercera alternativa sería el uso combinado de la regulación y la auto-regulación. En cuanto concierne a la regulación, la intervención del Estado en el ámbito económico no es realmente algo nuevo en nuestra historia. El Estado siempre intervino en la economía con mayor o menor intensidad, de conformidad con la política y el aparato legislativo de los gobiernos individuales. El Estado liberal que predicó la plena autonomía de los mercados y la oposición a cualquier regulación estatal de la economía fue señalado como insuficiente. Las empresas formaron conglomerados, y comenzaron a tomar actuación a nivel mundial.

La globalización de la economía dio lugar a condiciones de competencia desigual entre las pequeñas y las grandes empresas, con un ámbito de actuación tanto nacional como internacional.

Por último, una completa autorregulación del mercado resulta en la eliminación de la competencia y la reducción de puestos de trabajo, entre otros problemas. Como reacción al Estado liberal vino el Estado Social o Democrático de Derecho. En este nuevo modelo el Estado pasa a intervenir en la economía para garantizar una gama de derechos sociales a los gobernados, a fin de que los derechos de los trabajadores, la reducción de las desigualdades sociales y la justicia social puedan coexistir con la libertad de empresa e iniciativa. Sin embargo, la máquina estatal con muy altos costos busca una alternativa para la recesión financiera que el Estado Social representa. Luego viene el Estado Neoliberal.

La libre iniciativa vuelve a tener un papel importante en este nuevo modelo, siendo que las grandes empresas estatales pasan a ser controladas por capitales privados, período marcado por una intensa privatización de las actividades anteriormente desempeñadas y desarrolladas por el Estado, independientemente de revestir un carácter esencial para la población.

Son varias las razones de la intervención del Estado en el ámbito económico: los fracasos, las externalidades, la necesidad de garantizar los derechos sociales, entre otros. Para los que opinan lo contrario a Adam Smith y su máxima “laissez faire, laissez passer”, no faltan justificaciones y razones que apoyan la regulación de las actividades económicas por el Estado.

Para Calixto Salomão Filho, la regulación debe ser una forma de integración económica con justificada autonomía⁶⁵. Según Fabio Nusdeo⁶⁶ son cinco las principales fallas, imperfecciones del mercado que demandan la intervención del Estado, todas ellas razones económicas, a saber: (a) falta de movilidad – la rigidez de diversos ordenes, como física, operacional, institucional y psicológica, que impide la autorregulación del mercado; (b) falta de transparencia – el acceso a la información pertinente; (c) falta de estructura – concentraciones económicas inhiben la adopción de decisiones económicas y de

⁶⁵ Calixto Salomão Filho, “*Regulação da atividade econômica – princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros”, 2001, p. 30. “Sua justificativa passa a ser apenas a de criar uma igualdade jurídica material e não meramente formal entre todos os agentes econômicos e garantir a correção de seu procedimento no mercado”.

⁶⁶ Curso de Economia - *introdução ao direito econômico*. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 142e ss.

mecanismos controladores del mercado; (d) falta de señalización – hechos o efectos que ocurren fuera del mercado, externos o paralelos a él y que pueden tener influencia sobre el mismo; (e) falta de incentivo – una economía basada solo en el mercado es propensa a priorizar los intereses y beneficios individuales y exclusivos en detrimento de los colectivos.

Cass Sustein⁶⁷ también examina la justificación y/o necesidad de la intervención del Estado en la economía y, en un trabajo interesante, expone una serie de argumentos sólidos a favor de la regulación social y económica. Resulta dable destacar alguno de sus argumentos por ser los más próximos a la realidad de la Argentina, a saber: (a) corrección de las propias fallas del mercado: prevención de la formación de monopolios, limitación de los efectos de las externalidades, la coordinación de acciones colectivas destinadas a un resultado positivo que no sería alcanzado con acciones individuales desordenadas, exigencia de información suficiente a los consumidores respecto de los productos; (b) regulación para tornar realidad las aspiraciones colectivas: las personas se comportan de una forma como consumidores y de otra en cuanto como político, siendo un error pensar que los mercados siempre reflejan las decisiones individuales de modo más confiable que la política; (c) eliminar practicas y creencias conducentes a la interiorización de ciertos grupos sociales: las presiones del mercado a menudo son suficientes para que una empresa elimine prácticas a favor de la subordinación social de ciertos grupos, más no siempre estas medidas son totalmente eficientes; (d) regulación en defensa de los intereses de las generaciones futuras: la conservación del patrimonio histórico como objeto de la regulación estatal.

Analizando las razones que justifican la intervención económica aportadas por los autores citados, se entiende que la regulación del mercado de capitales para la implementación de las reglas de gobierno corporativo tienen como fundamento evitar fallas de transparencia, conforme la terminología del Fábio Nusdeo, y en el lenguaje de Cass Sustein, corregir fallas de mercado – actuando para asegurar el fortalecimiento de la información suficiente – y hacer realidad las aspiraciones colectivas.

⁶⁷ Las Funciones de las normas regulativas, in: *Isonomía – Revista de Teoría y Filosofía del Derecho*, ITAM – Instituto Tecnológico Autónomo de México, v. 17, p. 43-78, oct.2002, p.43 e ss.

La ley actuaría exigiendo el suministro y prestación de informaciones, establecidas por las empresas, para los inversores sobre una base regular, las cuales deben de ser principalmente financieras, más incluir también otras informaciones o datos, tales como los cambios en los derechos y en las obligaciones de los inversores, los administradores y de los accionistas. Es decir, los inversores deben tener un conocimiento previo acerca de las protecciones o derechos que la ley les confiere, respecto por ejemplo de la situación financiera de las empresas y los riesgos a los que están sujetos, para que al invertir puedan tomar una decisión consiente.

Además, todos los participantes del mercado deben tener acceso a la misma información de la empresa, a fin de evitar distorsiones causadas por *Insider Trading*, así definido como la actuación de un agente motivado por información privilegiada desconocidas por el mercado. La iniciativa del Estado debería de consistir en regular la información objetiva, corregir el hecho de que participantes del mercado posean distintos niveles de información.

Se trata del principio de *full disclosure*, que tiene por objetivo que todos los agentes del mercado tengan acceso a la misma información, cualitativa y cuantitativamente, con vistas a conferir integridad y confiabilidad en el mercado de capitales.

Sin duda, el objetivo es el desarrollo del mercado de capitales como una alternativa para recaudar fondos para las empresas, coincidiendo, por lo tanto, con la relevancia que al respecto tienen los preceptos de transparencia, seguridad jurídica, derechos de los inversores, entre otros aspectos. Sin embargo, en cuanto seres individualmente considerados, pueden optar por acciones que les beneficien personalmente en detrimento de otros participantes del mercado de capitales. La regulación tiene, por lo tanto, un papel importante a los efectos de limitar las acciones de los administradores y/o accionistas (inclusive de los minoritarios) que puedan desalentar la entrada de inversores, y contribuir al fortalecimiento del mercado de capitales.

Cabe aclarar que la definición de los economistas es distinta de la de los juristas. Para los primeros, basados en la doctrina liberal de que el mercado se auto-ajusta conforme la ley de la oferta y la demanda, la autorregulación consiste en la ausencia de normas. Para los juristas, por su parte, definen la autorregulación como un modo de regulación en la que quienes son regulados participan en la elaboración de las normas de las

que serán objeto, siendo que tales normas serán producidas por un ente privado, con la participación del Estado⁶⁸. Para los fines del presente trabajo, autorregulación será entendido como la elaboración de normas para la reglamentación del mercado de capitales por entidades privadas, siendo generalmente las bolsas de valores las que desempeñan dicho rol.

Académicos influenciados por el modelo norteamericano y la teoría del *law & economics* prefieren la autorregulación a la regulación, argumentando que los costos de transacción son menores cuando una entidad privada establece las reglas de mercado. Como argumentos, señalan la especificidad de la materia y la proximidad y/o vinculación de las bolsas de valores con el tema, así como una mayor agilidad y flexibilidad para adaptar las normas a las exigencias del mercado a costos menores⁶⁹.

Basándose en el ejemplo del mercado de capitales norteamericano, en el que cual la interferencia estatal es mínima y el mercado de capitales más líquido, argumentan que las *enabling rules* (o normas voluntarias) son la mejor alternativa para el desenvolvimiento del gobierno corporativo del mercado de capitales, especialmente en países del *civil law*, en donde los cambios legislativos son menos frecuentes (comparativamente con los países del *common law*)⁷⁰. Atribuyen el desenvolvimiento de un mercado de capitales líquido en los EE.UU a la capacidad de monitoreo y control por parte de la NYSE y los mecanismos de acciones desarrollados en el país para efectos de atraer a inversores, incluso del extranjero⁷¹.

El incumplimiento de las normas de gobierno corporativo en las empresas con cotización en sistemas basados en la autorregulación se refleja en el precio de las

⁶⁸ A este respecto, ver Luciana Pires Dias, “*Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*”, p. 118 e ss.

⁶⁹ Sobre Autoregulación del Mercado de Capitales por las bolsas de valores, ver Kerry Shannon Burke, “*Regulating corporate governance through the market: comparing the approaches of the United States, Canada and the United Kingdom*”. *The Journal of Corporation Law*, v.27, p. 341-380, 2001-2002 (spring).

⁷⁰ En la obra de Jonathan Macey: “The ability of an enabling system of corporate law to deal with change gives such system distinct advantages over rigid, mandatory rules. This flexibility is particularly important in civil law countries, where legal change is less frequent, than in common law countries, where legal change occurs with every judicial decision.” (“*Corporate law and corporate governance: a contractual perspective*”. *The Journal of Corporation Law*, v. 18, p. 185-211, 1992-1993 (winter), p. 211)

⁷¹ John Coffee Jr.: “*These two developments – the development of a monitoring capacity by the NYSE and the bonding mechanisms first developed by U.S. underwriters to attract foreign capital – constitute the twin pillar that supported the development of a liquid equity market in the United States.*” (“*The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*”, Columbia Law School Working Paper Series, p. 42.)

acciones de la empresa en el mercado. Además, las bolsas de valores pueden castigar a las compañías, suspendiendo la negociación de sus acciones, o determinar que la empresa deje de estar listada en la respectiva institución. Las bolsas no pueden, sin embargo, imponer sanciones o multas a las empresas, y mucho menos, penas por delitos. Con relación a esta cuestión de exigibilidad, Kerry Burke explica que las empresas procuran no infringir las reglas de buen gobierno corporativo en el sistema de autorregulación con el fin de evitar una mayor injerencia del gobierno, que ciertamente intervendría con regulación si la autorregulación se mostrase ineficiente⁷².

En una postura aún más radical, el defensor de la no-regulación, Daniel Fischel afirma que el gobierno corporativo es mucho “ruido” sobre la nada: “*It is difficult to escape the conclusion that the corporate governance movement, despite its durability and widely held support, is much about nothing*”⁷³. Este autor describe la ausencia o inexistencia de un problema en el modelo “actual” de gobierno corporativo en EE.UU (su texto data de 1982), debido a que el conflicto entre administradores y accionistas es inherente a la relación entre ellos y no hay ninguna evidencia empírica que justifique una mayor regulación de las sociedades. El autor confirma la teoría de control de la gestión, alegando que compete a los administradores de la compañía y no a los accionistas o a los tribunales (excepto en situaciones extremas) tomar las decisiones⁷⁴.

Luego de la exposición sobre las características de la regulación y la autorregulación, somos de la opinión de que deben utilizarse ambas en forma conjunta. Siendo así, se postula que la autorregulación puede ser utilizada no en sustitución de la regulación estatal, más sino como complemento de ella, estableciendo reglas más rígidas.

Considerando que la ley debe de ser observada por todas las compañías, y que normas muy severas pueden representar un costo muy alto para las compañías abiertas de menor porte listadas en las bolsas de valores que pretenden abrir su capital, la regulación (la ley) podría exigir a las empresas un buen nivel de gobierno corporativo y autorregulación (reglamentos) un poco más elevados o de nivel superior.

⁷² Kerry Shannon Burke, “*Regulating corporate governance through the market: comparing the approaches of the United States, Canada and the United Kingdom*”, *The Journal of Corporation Law*.

⁷³ Daniel R. Fischel, “*The corporate governance movement*”. *Vanderbilt Law Review*, v. 35, n. 6, p. 1259-1292, nov. 1982, p. 1292.

⁷⁴ Daniel R. Fischel, “*The corporate governance movement*”. *Vanderbilt Law Review*, v.35, n.6, p.1288.

En tal sentido, es de aplaudir la iniciativa del Bovespa, en Brasil, que ofrece a las empresas la opción de adherirse a mejores patrones de gobierno corporativo. Las empresas pueden optar por el segmento de gobierno corporativo diferenciado- caracterizado por un retorno reputacional. Más importante: la adhesión a normas más estrictas puede inclusive crear un valor diferencial para la empresa, atrayendo a un mayor número de inversores e incluso la simpatía de los consumidores, resultando esto en beneficios financieros.

En Brasil la experiencia ha demostrado que muchas empresas han optado por la migración o apertura de capital en el Novo Mercado, Nivel 1 o Nivel 2.

3.2. Mecanismos voluntarios y obligatorios

Los objetivos del gobierno corporativo se pueden lograr o alcanzar por a través de diversos mecanismos, utilizados en forma aislada o en forma conjunta. A los fines de este trabajo, se utilizará la clasificación de voluntarios y obligatorios, a saber: (a) mecanismos voluntarios: código de gobierno corporativo como recomendación de mejores prácticas; código de gobierno corporativo modelo “cumpla o explique”; y (b) mecanismos obligatorios: reglamento de las bolsas de valores, contratos, código de gobierno corporativo cuyo cumplimiento es exigido por ley, estatuto social de la compañía, la ley.

Los mecanismos voluntarios no poseen la suficiente fuerza para asegurar que una compañía observe las reglas de gobierno corporativo conforme lo sugerido. Sus instrumentos son denominados *soft law*. A pesar de su carácter extremadamente frágil, los mecanismos voluntarios pueden ser adoptados por las empresas, espontáneamente, con el objetivo de alcanzar una posición de destaque en el mercado al conferir reglas más claras para los inversores al elegir voluntariamente cumplir con las recomendaciones de buen gobierno corporativo, la empresa espera obtener el reconocimiento del mercado. El aumento del valor de las acciones de las empresas que han adoptado las normas de buen gobierno ciertamente puede motivar a otras empresas a seguir el mismo camino. De esa forma, se elevarían los patrones de buen gobierno corporativo como un todo.

Hay quienes defienden que el *soft law* puede tener y ejercer una fuerte influencia sobre los administradores de grandes compañías multinacionales, considerando el mundo globalizado actual, las presiones de administradores de otras compañías

nacionales e internacionales, y el sentido de la ética en los negocios. Las pautas de comportamiento establecidas por organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional – FMI, o el Banco Mundial y la OECD, entre otros, también pueden influenciar a los administradores de grandes empresas⁷⁵.

Los mecanismos voluntarios pueden ser utilizados como experimento a fin de verificar, mediante un código de recomendaciones y adhesión voluntaria, la adaptabilidad de las empresas a tales normas. Debido a que son voluntarios, aceptan mayor flexibilidad, innovación y alteración. Nótese que la mayoría de los códigos de recomendaciones de buen gobierno corporativo han sido revisados en varias jurisdicciones a lo largo del tiempo, para adaptar sus sugerencias y recomendaciones a las necesidades de las empresas de un país y de los inversores⁷⁶.

Debido a que el debate sobre gobierno corporativo es reciente, sumado a la incertidumbre del mejor modelo de gobierno (o incluso a la existencia de un modelo), hace que los códigos de buenas prácticas sean una buena alternativa para el inicio de discusiones sobre gobierno corporativo en un país. Esto se debe a que el código con recomendaciones de buenas prácticas de buen gobierno corporativo es el más suave dentro de los mecanismos voluntarios.

Sin embargo, a pesar de la naturaleza de sus normas, puede actuar como un documento de orientación para las empresas, instituciones e incluso para los países. Nada impide que las recomendaciones se incorporen a la legislación con el tiempo, ganando

⁷⁵ Defensor esta posición, Douglas Branson acredita que las normas voluntarias deberían inclusive se objeto de estudio por algunas universidades Su pensamiento sobre la influencia del *soft law* en los negocios del mundo actual puede ser medida en el siguiente extracto: “*My thesis is that, at the level of large publicly held and multinational corporations a principal determinant of corporate behavior has become ‘soft law’ rather than the law itself. Soft law may find its genesis in statements of what the law should be but more often finds its source in items that are not law related at all or only tangentially so, such as statements or codes of good or recommended governance practices, stock exchange requirements that corporations disclose corporate governance practices, and an emphasis on structure and process, particularly at the board of directors level, rather than substantive commands (‘do’s or don’ts’). Self regulation, peer pressure from within the national and international director fraternity, and a stronger, more universal sense of what business ethics require may have the potential to become strong determinants of director and executive behavior.*” (“*Teaching comparative corporate governance: the significance of ‘soft law’ and international institutions*”). 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253950>. Acceso en: 18 de septiembre de 2008, p. 3-4.)

⁷⁶ Como ejemplo se cita el código de gobernanza editado en Francia, Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253950>. Acceso en: 18 de septiembre de 2008, p. 3-4. Vienot I, en su versión revisada, Vienot II.

fuerza y aplicabilidad de ley⁷⁷. Como ejemplo de código de recomendaciones tenemos los principios de gobierno corporativo de la OECD, los cuales dan un norte, para los países, sobre las conductas esperadas para que el país tenga un buen gobierno, sin importar, sin aportar o señalar, sin embargo, el formato para alcanzar tales objetivos. Otro ejemplo, en Brasil, es el código de gobierno corporativo emitido por IBGC. Hay un sin número de códigos de buen gobierno corporativo que cuentan con el mismo formato. Los códigos de recomendaciones pueden ser elaborados por entidades sin fines de lucro, por asociaciones sectoriales, o por comisiones constituidas por las bolsas de valores, entre otras posibilidades. Es interesante observar que, a pesar del carácter de estos códigos, los mismos pueden tener un mayor impacto si cuentan con el apoyo de organismos gubernamentales, tales como los de Alemania y Holanda⁷⁸.

El modelo de código de gobierno “cumpla o explique” aporta una contribución más tangible a la gobernabilidad, al exigir a las empresas que proporcionen información o esclarecimientos sobre las recomendaciones al mercado. La empresa que se adhiera a ese código deberá informar a sus inversores y/o entidad que emitió ese código que se está cumpliendo o no con las recomendaciones de buen gobierno allí prescritas. Si no cumplen, deberán aclarar los motivos de tal incumplimiento.

Este modelo, a pesar de inducir a las empresas a reflexionar sobre las recomendaciones de buen gobierno corporativo, no exige la observancia de las reglas, tan sólo el suministro de las debidas aclaraciones. Nos preguntamos en este punto, si las empresas pueden solo informar el incumplimiento de las recomendaciones sin dar justificación alguna. Y en esa línea nos preguntamos ¿podría una empresa dar una respuesta genérica, como “la empresa no cumple con las recomendaciones ya que no es una exigencia legal?. Si, y de tal forma se deja reflejado que la misma no sigue las recomendaciones relacionadas con la transparencia de datos y con el aumento en el grado de información disponible al inversor.

⁷⁷ Para ejemplificar, mencionamos el código de gobierno corporativo español Aldama, que fue incorporado a la ley societaria y de valores de aquél país con la sanción de la Ley de Transparencia.

⁷⁸ A este respecto, ver Eddy Wymeersch, “*Enforcement of corporate governance codes*”. 2005. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=759364>. Acceso en: 24 de septiembre de 2008, p. 3, nota de pie 5.

En Brasil, la carta de Gobierno Corporativo fue preparada sobre este formato de “cumpla o explique” y a pesar de haber sido elaborada por una autoridad federal, no tiene el carácter de norma sujeta sanciones en caso de incumplimiento. Sin embargo, se exige a las compañías abiertas incluir información sobre el cumplimiento o no de sus recomendaciones en la información a ser presentada en forma anual. En la misma no se exige explícitamente la adhesión de las empresas para entrar en vigor el cumplimiento de la obligación de prestar las aclaraciones o esclarecimientos en forma anual, porque la misma no ha sido publicada con fuerza de ley. De todos modos, el hecho de que haya sido expedido por una autoridad federal, ciertamente le confiere relevancia, por lo que las compañías son conscientes del documento.

El suministro de explicaciones en el modelo “cumpla o explique” puede, después de todo, ser exigido por ley. Es decir, en el caso de una norma jurídica en la que se hace referencia al código de buen gobierno corporativo por la cual se le exige a la empresa que proporcione las aclaraciones sobre las recomendaciones vertidas en él. Este modelo da fuerza al código de recomendaciones, visto que el incumplimiento de la obligación de proporcionar la información requerida puede dar lugar a sanciones legales para los representantes de las compañías⁷⁹. Sin embargo, este formato se incluye entre los mecanismos voluntarios, porque la obligación legal de proporcionar la información requerida no representa el cumplimiento por parte de la empresa de las respectivas recomendaciones propiamente dichas que continua revistiendo el carácter de voluntario.

Por último, cabe mencionar que las empresas pueden adoptar las recomendaciones de buen gobierno corporativo en sus políticas internas, código de ética o conducta. El poder de tales instrumentos es más restringido, porque su incumplimiento sólo puede generar efectos internos en la empresa, sin posibilidad de exigencia de cumplimiento por parte de terceros.

Los mecanismos obligatorios, por su parte, obligan a las compañías al cumplimiento de las normas de gobierno corporativo. De entre ellos, la ley es el más fuerte. Sin embargo, una reforma legislativa es un proceso burocrático lento, con gran gasto de tiempo y la simpatía de un número importante de personas para su aprobación. Además, es posible que la ley, por su carácter general y abarcador, para proponer condiciones ideales,

⁷⁹ Este es el modelo de España, conforme lo determina el artículo 116 de la *Ley del Mercado de Valores*.

establece condiciones muy onerosas para algunas compañías más pequeñas, que no tienen condiciones financieras siquiera para poder cumplirlas –esa es una de las críticas a *Sarbanes-Oxley Act*⁸⁰. Por lo tanto, las opciones de implementación de las reglas de buen gobierno por reglamentos de las bolsas de valores, la alternativa de los acuerdos contractuales o por incorporación en los estatutos de la empresa, han pasado a ser los más viables, rápidos y con buenos resultados.

La inclusión de reglas de buen gobierno corporativo en la normativa de las bolsas de valores fue la alternativa adoptada por la Bolsa de Valores de Londres, de forma que las compañías listadas en su mercado principal deben de seguir las normas del *Combined Code*⁸¹. Este formato ha surgido desde la publicación del Código Cadbury, que fue innovador en un sentido: buscar el cumplimiento de las recomendaciones mediante la inclusión de un reglamento de la bolsa de valores⁸².

⁸⁰ La Ley Sarbanes Oxley, cuyo título oficial en inglés es *Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745* (30 de julio de 2002), es una ley de Estados Unidos también conocida como el Acta de Reforma de la Contabilidad Pública de Empresas y de Protección al Inversionista. También es llamada SOx, SarbOx o SOA. La Ley Sarbanes Oxley nace en Estados Unidos con el fin de monitorear a las empresas que cotizan en bolsa, evitando que las acciones de las mismas sean alteradas de manera dudosa, mientras que su valor es menor. Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarota, protegiendo al inversor.

Esta ley, más allá del ámbito nacional, afecta a todas las empresas que cotizan en NYSE (Bolsa de Valores De Nueva York), así como a sus filiales. La Ley Sarbanes-Oxley es una Ley federal de Estados Unidos que ha generado mucha controversia, ya que esta Ley va en respuesta a los escándalos financieros de algunas grandes corporaciones, entre los que se incluyen los casos que afectan a Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems. Estos escándalos hicieron caer la confianza de la opinión pública en los sistemas de contabilidad y auditoría. La Ley toma el nombre del senador Paul Sarbanes (Demócrata) y el congresista Michael G. Oxley (Republicano). La Ley fue aprobada por amplia mayoría, tanto en el congreso como el senado. La legislación abarca y establece nuevos estándares para los consejos de administración y dirección y los mecanismos contables de todas las empresas que cotizan en bolsa en los Estados Unidos. Introduce responsabilidades penales para el consejo de administración y establece unos requerimientos por parte de la SEC (Securities and Exchanges Commission), es decir, la comisión reguladora del mercado de valores de Estados Unidos. Los partidarios de esta Ley afirman que la legislación era necesaria y útil, mientras los críticos creen que causara más daño económico del que previene. La primera y más importante parte de la Ley establece un nueva agencia cuasi pública, “the Public Company Accounting Oversight Board”, es decir, una compañía reguladora encargada de revisar, regular, inspeccionar y disciplinar a las auditoras. La Ley también se refiere a la independencia de las auditoras, el gobierno corporativo y la transparencia financiera. Se considera uno de los cambios más significativos en la legislación empresarial, desde el “New Deal” de 1930.

⁸¹ Las sanciones previstas en el reglamento de la Bolsa de Londres fueron objeto de cuestionamiento por el hecho de ser una entidad privada. Desde que la Financial Services Authority - FSA asumió la responsabilidad sobre las normas de las bolsas de Londres, la regulación de esta bolsa dejó de tener carácter privado y pasó a tener carácter de norma pública y, por tanto, al igual que el *Combined Code*. En este sentido, véase Eddy Wymeersch, “*Enforcement of corporate governance codes*”, Social Science Research Network Electronic Library, p. 16.

⁸² En este sentido el libro de Brain Cheffins: “While the analysis of corporate governance issues the Cadbury, Greebury and Hampel Committees carried out was not generally radical or path-breaking, the work done was innovative in an important way. The Cadbury Committee chose to encapsulate its recommendation in a

Como se mencionó anteriormente el Bovespa, en Brasil, desarrolló normas para la inclusión de segmentos con diferentes reglas de buen gobierno corporativo, a las que las empresas pueden adherirse, a su exclusivo criterio mediante la celebración de un contrato de adhesión a Bovespa, en la que la empresa y sus accionistas, directores y miembros del consejo de supervisión aceptan las reglas de gobierno y la presentación de todas las controversias al tribunal de arbitraje de Bovespa.

Otro posible formato para la consecución de los objetivos del *corporate governance* es la exigencia legal del cumplimiento de las recomendaciones del código de gobierno corporativo, que tendría el mismo efecto y fuerza de ley. Además, las empresas pueden adoptar, a su exclusiva discreción, algunas recomendaciones en sus estatutos sociales. Esta disposición obliga a los directores de la empresa a cumplir las recomendaciones adoptadas bajo pena de ser responsabilizados personalmente de sus actos dado por ejemplo que tanto en la Ley de Sociedades Comerciales Nro 19.550 como en la legislación Brasileña, se permite la acción de responsabilidad contra los directores en caso de que actúen en contravención de la ley o el estatuto social.

Los diversos instrumentos para la adopción de las normas de buen gobierno corporativo pueden representar una mejor efectividad en la obtención de finalidades distintas. Tal vez la reducción de conflictos de intereses requiera intervención legal para que sea observada por los grupos de poder de una empresa, pero el fortalecimiento del mercado de capitales, por ejemplo, puede ser alcanzado por la modificación de las normas de cotización en bolsa, lo que es más fácil y rápido de hacer que la sanción y publicación de la legislación sobre el tema.

Anita Anand analiza los mecanismos obligatorios y voluntarios, considerando en su análisis los costos involucrados. Sostiene que la combinación de los mecanismos obligatorios (para garantizar algunas prácticas) con mecanismos voluntarios, puede proporcionar la seguridad necesaria al inversor a un costo menor. También manifiesta que la aplicación de un mecanismo 100% obligatorio, como es el caso de los

succinct, two-page Code of Best Practice and sought to ensure enforcement by arranging for disclosure requirements to be added to the Stock Exchange's listing rules." El autor comenta que la Treadway Commission, panel americano que investigaba fraudes en los informes financieros, no se recomienda el uso de las reglas para la inclusión en las bolsas de valores como herramienta para exigir prácticas de buen gobierno corporativo. ("*Corporate governance reform: Britain as an exporter*", Social Science Research Network Electronic Library, p. 5).

EE.UU. con la sanción de *Sarbanes-Oxley Act* es más seguro para los fines de la exigibilidad de las reglas de buen gobierno, pero más oneroso⁸³. Apoya un sistema compuesto por códigos voluntarios con obligación de *disclosure*, por cada empresa, las reglas de gobierno por ellas adoptadas, en razón de los costos menores que ese modelo representa⁸⁴. Asimismo añade que los regímenes voluntarios pueden ser más efectivos en mercados con compañías de diferentes tamaños y tipos, porque así las compañías menores no precisarán cumplir con todas las determinaciones de gobierno, evitando costos que no tienen sentido para ellas.

En Brasil, hay una combinación de mecanismos tendiente a lograr alcanzar el objetivo de un mejor gobierno corporativo, el cual consiste en promover y fomentar el mercado de capitales. Existen normas de gobierno corporativo en la ley de sociedades por acciones, que proporcionan derecho a percibir dividendos y los derechos de salida de para los inversores. También tienen en el Bovespa el Nivel 1, Nivel 2 y el Novo Mercado con reglas diferenciadas de gobierno corporativo a las cuales las compañías abiertas pueden adherirse mediante la celebración de un contrato de adhesión. Además de estas normas,

⁸³ Los puntos más importantes que introduce la Ley Sarbanes-Oxley son: 1) La creación del “Public Company Accounting Oversight Board” (Comisión encargada de supervisar las auditorías de las compañías que cotizan en bolsa); 2) El requerimiento de que las compañías que cotizan en bolsa garanticen la veracidad de las evaluaciones de sus controles internos en el informe financiero, así como que los auditores independientes de estas compañías constaten esta transparencia y veracidad; 3) Certificación de los informes financieros, por parte del comité ejecutivo y financiero de la empresa; 4) Independencia de la empresa auditora; 5) El requerimiento de que las compañías que cotizan en bolsa tengan un comité de auditores completamente independientes, que supervisen la relación entre la compañía y su auditoría. Este comité de auditores pertenece a la compañía, no obstante los miembros que lo forman son completamente independientes a la misma. Esto implica que sobre los miembros, que forman el comité de auditores, recae la responsabilidad confirmar la independencia; 6) Prohibición de préstamos personales a directores y ejecutivos; 7) Transparencia de la información de acciones y opciones, de la compañía en cuestión, que puedan tener los directivos, ejecutivos y empleados claves de la compañía y consorcios, en el caso de que posean más de un 10% de acciones de la compañía. Asimismo estos datos deben estar reflejados en los informes de las compañías; 8) Endurecimiento de la responsabilidad civil así como las penas, ante el incumplimiento de la Ley. Se alargan las penas de prisión, así como las multas a los altos ejecutivos que incumplen y/o permiten el incumplimiento de las exigencias en lo referente al informe financiero; 9) Protecciones a los empleados caso de fraude corporativo. La OSHA (Oficina de Empleo y Salud) se encargará en menos de 90 días, reinsertar al trabajador, se establece una indemnización por daños, la devolución del dinero defraudado, los gastos en pleitos legales y otros costes.

⁸⁴ Sistema vigente en Canadá, Inglaterra y Australia conforme Anita Anand cita en la p. 232: “Thus, in three major common law jurisdictions, outside the United States [Canadá, Australia e Inglaterra], corporate governance law can be called ‘partially enabling’ where a code of best practices is coupled with a mandatory disclosure obligation”, (Anita Indira Anand, “An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: structures post- Sarbanes-Oxley”. Delaware Journal of Corporate Law. v. 31, 2006, p. 229-252).

otras *soft laws* se pueden encontrar en la Cartilla de Gobierno Corporativo de la CVM y en el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo de IBGC. Otros formatos pueden encontrarse en los Códigos de Gobierno Corporativo elaborados por empresas públicas o privadas, determinando los preceptos a ser seguidos por tales empresas.

Estos son apenas los principales documentos de carácter nacional que tratan el tema habiendo crecido la cantidad de códigos internacionales, reglamentos de las bolsas de valores, y leyes de diversas geografías. Es por ello que debe de tenerse en cuenta, que las normas de gobierno corporativo de las empresas se encuentran dispersas, al no formar parte de un texto único. Por último, existen mundialmente, innumerables mecanismos para garantizar la mejora el buen gobierno corporativo de las compañías, bastando la acción de los distintos participantes del mercado de capitales relacionada con que los objetivos de gobierno corporativo se tornen realidad.

3.3. Gobierno Corporativo en Argentina

En nuestro país y de conformidad con los considerandos del decreto sobre el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública en los últimos años se ha promovido la conciencia a nivel mundial sobre la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo y con un marco regulatorio que consagre jurídicamente principios tales como: (i) "información plena", (ii) "transparencia", (iii) "eficiencia", (iv) "protección del público inversor", (v) "trato igualitario entre inversores", y (vi) "protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros", reconociéndose además que la mayoría de las reformas que contempla incorporan tendencias mundiales referidas a prácticas de gobierno corporativo, que ya han sido adoptadas por muchos de los llamados mercados emergentes, y que la dilación en la adopción de estos principios, pondría a nuestro país en una situación de desventaja comparativa en la competencia por atraer inversiones⁸⁵.

En función de ello, se concibió la necesidad de incentivar la producción por los administradores de información específicamente relacionada con la gestión del directorio, en beneficio de los accionistas y del mercado en general.

⁸⁵ Decreto N° 677/01 (B.O.: 28/05/01).

Todo ello se dio dentro del marco de la tendencia mundial por la cual se observa un aumento creciente de la información producida por las sociedades abiertas como resultado de los sucesos de gran notoriedad que pusieron en tela de juicio y bajo análisis la gestión y el desenvolvimiento de los administradores en general.

Consecuentemente la Comisión Nacional de Valores⁸⁶ (en adelante la “CNV”) diseñó un Código de Gobierno Societario, basándose en la experiencia internacional, el cual es considerado como un aporte valioso dentro de la órbita de las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones, siendo no solo atractivo para los inversores, sino que tiene como potencial resultado el de reducir el costo de financiamiento de las sociedades. Sin perjuicio de ello, el objetivo es que el Código tenga en una primera instancia carácter meramente discrecional, sin perjuicio de la obligación de explicar en forma anual la falta de adopción total o parcial de las previsiones contempladas en el código⁸⁷. En el mismo sentido cabe afirmar que el establecimiento de pautas de conducta tiene un efecto esclarecedor en cuanto concierne a las relaciones entre los administradores y los accionistas, especialmente los minoritarios, por un lado, y los terceros, por el otro.

En tal sentido corresponde señalar que la nueva información requerida se enmarca en el concepto de información relevante⁸⁸.

En este orden de ideas, es importante remarcar por un lado que, (i) la CNV tiene por función primordial la protección del público inversor⁸⁹ y así en el ejercicio de sus funciones se encuentra facultada para solicitar informes a los distintos sujetos que intervengan y/o participen dentro del ámbito de la oferta pública⁹⁰, y (ii) como consecuencia de la reforma constitucional llevada adelante en el año 1994, se incorporó el derecho de los consumidores de contar con información adecuada y veraz con relación a los bienes y/o servicios que requieren y se les brindan, al mismo tiempo que consagra la

⁸⁶ Asimismo el artículo 44 del Anexo del Decreto N° 677/2001, dispone que esta Comisión es la autoridad de aplicación exclusiva del régimen de transparencia de la oferta pública, y que deberá regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas, pudiendo a ese fin requerir a las entidades bajo su jurisdicción, la implementación de aquellos mecanismos que estime convenientes.

⁸⁷ Véase considerandos de la Resolución General N° 516/07, Código de Gobierno Societario.

⁸⁸ Según lo contemplado en los artículos 5° del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública aprobado por el Dto. N° 677/01 y 2°, 3° y concordantes del Capítulo XXI de las NORMAS (N.T. 2001).

⁸⁹ Conforme surge de lo expresado en los considerandos de la Ley N° 17.811

⁹⁰ Artículo 7° inciso a) de la Ley N° 17.811.

protección de sus intereses económicos⁹¹. En esa misma línea se remarcó la necesidad de establecer un estatuto de los derechos del consumidor financiero, y avanzar en la fijación de un marco jurídico propicio y eficiente que permita elevar el nivel de protección de los inversores⁹², lo cual coadyuvara a alcanzar uno de los objetivos fundamentales cual es atraer capitales financieros al país, que asimismo tendrá el efecto de incrementar la tasa de crecimiento de la economía nacional.

Es por ello que, es misión de la CNV dictar las normas que tiendan al cumplimiento de los principios de transparencia e información plena, los que deben de regir la conducta y accionar de los distintos participantes en la oferta pública, con el objetivo de proteger al consumidor financiero y asegurar el buen funcionamiento del régimen⁹³.

Asimismo y a los efectos de la transparencia en el ámbito de la oferta pública, se estableció la obligación, en cabeza de todas las entidades autorreguladas y de los restantes sujetos autorizados a funcionar bajo la jurisdicción de la CNV, de contar con un Código de Ética. En tal sentido se determinó que el referido código debería de contar con normas específicas destinadas a la prevención, fiscalización y sanción de aquellas conductas que fuesen contrarias al deber de lealtad y que pudieran conducir a una manipulación del mercado en perjuicio de su transparencia y de la protección del público inversor⁹⁴. En ese sentido, y con el objetivo de alcanzar una correcta comprensión de las normas éticas tendientes a la protección del inversor dictadas por las entidades y los sujetos mencionados, se consideró oportuno modificar la denominación de “Código de Ética” por la de “Código de Protección al Inversor”, incorporando además dentro del artículo 20 previamente citado, un apartado nuevo por el cual se requiere la confección de un informe explicativo de las mismas, en el cual se desarrolle los principios generales y valores, las conductas exigidas y aquellas prohibidas, el régimen de sanciones a aplicarse y los derechos correspondientes a los inversores, entendiéndose éstos como pautas mínimas que debe de reunir el referido informe.

⁹¹ Artículo 42 de la Constitución Nacional.

⁹² Conforme surge de lo expresado en los considerandos del Decreto N° 677/2001 “Régimen de la Transparencia de la Oferta Pública”,

⁹³ De conformidad con el texto de los considerandos de la Resolución General N° 470/04 dictada por la Comisión Nacional de Valores.

⁹⁴ Artículo 20 apartado b.1) del Capítulo XXI “Transparencia en el ámbito de la oferta pública”.

En la misma línea de pensamiento y teniendo en consideración la importancia que e adquiere para la protección del inversor el definir correctamente los objetivos de inversión y el perfil de riesgo y/o su nivel de tolerancia al riesgo, se hizo necesario considerar un nuevo aspecto dentro de la actual redacción del artículo 18 del Capítulo XXI “Transparencia en el ámbito de la Oferta Pública”, incluyendo una política de categorización y conocimiento de los clientes, clasificándolos sobre la base de esos conocimientos y de su experiencia en el manejo de inversiones en el mercado de capitales. Todo ello con el objetivo de poder detectar las necesidades de los potenciales inversores. Empero, dado que la determinación del perfil de riesgo del inversor no es una cuestión estática, se hace necesario realizar nuevos relevamientos con cierta periodicidad.

En la última década, el corporate governance ha surgido como una preocupación en todo el mundo, inicialmente en los países desarrollados y luego se extendió a los nuevos. El buen gobierno corporativo refuerza el nivel de confianza del mercado y la integridad, como así también refuerza la estabilidad financiera. Por lo tanto, es un elemento clave a ser abordado tanto por el sector privado y el sector público con el fin de promover el crecimiento económico y el desarrollo.

Junto a ello, los mercados financieros experimentaron un crecimiento considerable de parte de los inversores institucionales, principalmente fondos mutuos, fondos de pensiones, los fondos de cobertura, fondos de capital privado, y las compañías de seguros. Razón por la cual, y teniendo en consideración la responsabilidad fiduciaria de estos tipos de inversores, se generó una preocupación creciente entre ellos en materia de buen gobierno corporativo en las sociedades en las que los mismos invierten los fondos de terceros. Es decir, en resumidas cuentas, el papel de esta clase de inversores es fundamental en la promoción del buen gobierno corporativo.

En Argentina, las reformas estructurales que se iniciaron a principios de la década de los noventa han proporcionado el marco para el desarrollo de los mercados de capitales, por abordar tanto los temas de la oferta (los emisores) y la demanda (inversores).

Específicamente con relación al gobierno corporativo, el debate comenzó en mayo de 2001 con la promulgación del Decreto de Transparencia (Decreto N ° 677/2001), en el cual se establecen varias directrices inspiradas en las mejores prácticas

internacionales. Empero las buenas intenciones y objetivos de la reforma, los avances han sido bastante modestos hasta el día de la fecha.

Entendemos que una de las razones es porque las empresas consideran que muchas de estas reformas son un simple aumento de costos, no vislumbrando las mismas beneficios inmediatamente después de su puesta en práctica. Ello se da porque, si bien varias empresas ha mejorado o están en proceso de mejora, las prácticas de buen gobierno corporativo no son plenamente reconocidas por y en el mercado. Podemos afirmar que con posterioridad al decreto la evolución de la normativa se estancó reanudándose en el año 2006, en el que se les empezó a requerir a las empresas cotizantes llenar un cuestionario vinculado con las prácticas de buen gobierno corporativo.

Sin perjuicio de lo expuesto, los inversores institucionales aumentaron su participación en el mercado de capitales local. No obstante, nuestro mercado de capitales no se desarrolló como se hubiera querido. En este sentido, cabe resaltar que el mercado de capitales en Argentina es relativamente chico, no solo cuando se lo compara con los mercados de países desarrollados, sino también con relación a los mercados de otros países emergentes.

En Argentina, los inversores institucionales se convirtieron, a mediados de los años noventa, en actores relevantes del mercado de capitales local. Las compañías de seguros existentes antes de esa década, tuvieron una participación que puede considerarse marginal.

Es evidente que los fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión son los inversores institucionales por excelente en el mercado local, aunque su importancia es notablemente diferente. Su activismo como gestores de fondos de terceros y las obligaciones fiduciarias que participan son básicamente establecidas en las respectivas leyes que rigen su funcionamiento, a saber, la Ley 24.241 para los fondos de pensiones, la Ley 20.091 para las compañías de seguros, y la Ley 24.083 para los fondos mutuos. Además, están regulados y supervisados por distintos organismos oficiales que también tienen poderes asimétricos. La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP) regula y supervisa los fondos de pensiones, la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) hace lo mismo para las compañías de seguros.

Los inversores institucionales tienen muchas dificultades para promover las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Sucede que muchas empresas suelen ser controladas por la familia (con más del 50% de la tenencia) y, por tanto, se muestran reacios a permitir que otros inversionistas participen activamente en las decisiones empresariales. En el caso de las compañías de seguros y fondos que tienen pequeñas participaciones en empresas. Otra cuestión que aparece como otro de los problemas de gobierno corporativo en las empresas esta relacionado con la debida independencia de los administradores. Habida cuenta de los problemas prácticos que surgen al tratar de evaluar si un director es realmente independiente, y siempre que exista una percepción de que los directores independientes con los antecedentes son difíciles de encontrar, esta cuestión se convierte en una de las principales preocupaciones de los inversores institucionales. Adicionalmente la falta de un punto de referencia válido y objetivo contra el que los inversores institucionales pueden medir las buenas o malas prácticas de gobierno que ponen en práctica en las empresas que cotizan en bolsa y, en consecuencia, ser más activos, es otro elemento que les impide exigir la aplicación de los supuestos de buen gobierno corporativo.

Como corolario podemos afirmar que en nuestro país aún no existe una clara percepción en el sector privado y el público de los beneficios derivados de la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Algunas organizaciones han estado bastante activas en nuestro país promoviendo el debate sobre este tema y por lo general no han podido contar con el apoyo de los principales participantes. Una excepción a esta regla general ha llegado desde el sector bancario, donde las principales asociaciones bancarias participaron en el debate de un código de buenas prácticas bancarias con los clientes, que finalmente fue liberado y adoptado por la mayoría de los bancos que operan en el país.

4. CONCLUSIÓN

(i) Previo a nuestras conclusiones, consideramos necesario hacer referencia al contexto mundial actual, y en función de ello, no podemos dejar de mencionar que a la fecha de entrega del presente trabajo las principales potencias europeas, entre ellas Alemania, Francia, Gran Bretaña, Italia, España y Holanda decidieron estrecharse en torno

a varios objetivos. El primero es que la reunión del G-20 decida medidas duras de regulación de los mercados, que incluyan a los productos financieros y a sus principales protagonistas, para enfrentar la peor crisis económica mundial en muchas décadas.

El objetivo perseguido es revitalizar la economía y restablecer la transparencia financiera, debiendo la reforma del sistema internacional comenzar con un aumento de la regulación y un control efectivo de todos los mercados, acompañada de sanciones contra los paraísos fiscales. En tal sentido se aprobó en términos generales un *working paper* redactado por el ministro de finanzas alemán, Peer Steinbrück, que sintetiza la posición que defenderá Europa en la próxima cumbre del G-20, a fin de iniciar los trabajos de fondo para reformar el sistema financiero internacional.

En ese mismo orden de ideas, han manifestado la necesidad de que todos los mercados, productos y actores, incluidos los *hedge funds* y otros grupos privados de inversiones que tienen un potencial riesgo sistémico, deben estar sujetos a una regulación o supervisión apropiada.

Las medidas definidas en Berlín están precisamente orientadas a mejorar la transparencia del sistema e impedir que se repitan las distorsiones que provocaron la crisis financiera, origen de la actual recesión mundial, y que esta haciendo naufragar a la llamada “economía real” o productiva.

Los temas más destacados respecto de los cuales los países arriba mencionados llegaron a un acuerdo son los que se detallan a continuación: (i) todos los mercados, productos y protagonistas financieros deberán ser supervisados o regularizados de manera global, independientemente del lugar donde tengan su sede; (ii) todos los países deben defender una mayor apertura del comercio mundial; (iii) los paquetes de estímulo económico deben ejecutarse de tal manera que se reduzcan al mínimo las distorsiones de competencia; (iv) para evitar crisis futuras debe armarse “un marco de orden global”; y (v) debe fortalecerse el papel del Fondo Monetario Internacional para buscar soluciones a la crisis.

(ii) A modo de síntesis podemos concluir que las buenas prácticas de gobierno corporativo son una herramienta fundamental para el fortalecimiento del mercado de capitales, y en tal sentido es necesario que se vea en nuestro país al gobierno corporativo como una estrategia de creación de valor. Asimismo, podemos afirmar que el manejo de los

temas de “gobierno” es un elemento esencial y clave detrás de la eficiencia de las inversiones de venture capital.

En términos regulatorios y/o legales, entendemos que el Gobierno, a través del Poder Legislativo o cuerpos regulatorios debe de tomar varias medidas que tiendan a fomentar e incentivar la industria del venture capital. Por ejemplo, (i) llevar adelante una reforma a la Ley de Sociedades Comerciales, orientada a aumentar la protección para inversores extranjeros en general e inversores minoritarios en particular; (ii) legislar en materia de incentivos a inversiones en las áreas científicas y tecnológicas; (iii) establecer incentivos fiscales, como así también facilidades a la hora de la creación de nuevas compañías.

No podemos olvidar que el tamaño de la industria de venture capital en un país está íntimamente relacionada con el ambiente institucional en general y con el sistema legal en particular, y el ambiente institucional en Latinoamérica es notablemente diferente del de aquellos países con mercados altamente desarrollados, especialmente en cuanto a los costos de oportunidad, informalidad en los negocios, cultura emprendedora, mercados, cultura de buenas practicas de gobierno corporativo y eficiencia de los sistemas legales. La idiosincrasia en Latinoamérica representa grandes e insalvables restricciones y/o limitaciones para el desarrollo de la industria del *venture capital*. Asimismo otro aspecto que dificulta el operaciones y/o el desarrollo de esta industria es la diferencia que en materia regulatoria existe entre los distinto países de la región, situación que eleva la distancia a la hora de realizar inversiones *cross-border* a nivel región.

Cabe resaltar que el sistema legal y regulatorio en nuestro país es considerado, en esta materia, ineficiente. La ejecución de los derechos de los acreedores e inversores es bastante débil.

Como puede observarse a lo largo del presente trabajo, el *venture capital* es un segmento vital y complementario del mercado de capitales. Si bien no es la única vía para promover la actividad emprendedora y la creación de nuevas compañías, es considerado un importante intermediario a la hora de permitirles el acceso al financiamiento y al mercado de capitales.

Los mercados de capitales tienen algo maravilloso y es que a ellos afluyen millones de pesos a cambio de simples “papeles”, esto sólo puede explicarse en la

confianza que se logra si los mismos son gestionados en forma adecuada y no siendo sus rendimientos distribuidos en forma asimétrica. Aquí es donde juega un rol preponderante y fundamental el *gobierno corporativo*, ya que entendemos que no tiene más objetivo que fortalecer esa confianza aportando instrumentos de salvaguardia y supervisión que sean aptos para alinear los incentivos de los *insiders* (entendidos como el equipo directivo y el grupo de control) y los *outsiders* (entendidos como los accionistas minoritarios).

Lo que sucede en nuestro país es que hay una alta concentración de la propiedad y una baja valoración de las empresas, lo que conlleva un bajo nivel de liquidez y un coste muy alto de capital. Consecuentemente, dicha circunstancia lleva al mercado a languidecer debido al desanimo de los inversores generado por dicho contexto.

¿Cómo puede revertirse dicho escenario? Para ello es esencial diseñar e implementar una política de gobierno corporativo, la cual debe resultar en beneficio de (i) las empresas ya que las ayudará a captar fondos, (ii) para los inversionistas ya que los ayuda a reducir el riesgo al que se encuentran expuestos hoy día y además les permite mejorar sus expectativas de rendimiento, y finalmente (iii) para los mercados porque les permite aumentar su tamaño, y mejorar su liquidez.

En la actualidad, la existencia de experiencia empírica acerca del gobierno corporativo y del activismo por parte de los inversores institucionales mundiales, pone de relieve que, en definitiva, el gobierno corporativo es realmente una estrategia de creación de valor. Claramente consideramos que reglas de buen gobierno corporativo pueden ser herramientas esenciales para aumentar el valor de las empresas y robustecer el mercado de capitales. Ahora bien, la rapidez con la que se implementen las mismas entendemos esta directamente relacionada con la convicción de los respectivos emisores sobre su rentabilidad. Ello por qué? Porque tanto la estrechez del mercado como la concentración de la propiedad puede interpretarse como un reflejo de la debilidad del sistema institucional.

Este camino debe ser emprendido tanto por las distintas compañías como por el Gobierno, ya que aquellas medidas que sean adoptadas de modo voluntario por las empresas pueden ser recibidas con cierto grado de escepticismo en caso de que sea reducida la credibilidad de dichos compromisos y el *enforcement* de los mismos. Sin perjuicio de lo expuesto, creemos que entre el buen gobierno *institucional* y el bueno gobierno al qu

podemos llamar *contractual* existe una cierta relación de sustituibilidad. El primero notablemente impacta al desarrollo del sistema financiero, ya que como hemos manifestado a lo largo del presente trabajo, aquellos países que poseen mejores infraestructuras jurídicas poseen mercados de capitales más desarrollados y más líquidos.

Nuestro desafío, a nivel nacional, está dado por lograr la modernización del sistema financiero, y para ello resulta necesario que todos los sectores involucrados asuman el compromiso a proveer cuanto sea necesario para lograr las reformas que tiendan a perfeccionar los distintos instrumentos de protección que hoy surgen de la Ley de Sociedades Comerciales y de la CNV, como así también se tomen las acciones necesarias para lograr garantizar un nivel adecuado de *enforcement*.

Siendo realistas, sabemos que esto es un proceso que toma su tiempo, ya que es ardua la tarea de reformar o crear los derechos de protección de los inversores y la calidad del sistema judicial, pero ello no obsta a que las distintas empresas puedan comenzar a tomar las acciones tendientes a la reducción, por ejemplo, de sus costos de financiamiento, entre ellas tomando medidas que tengan por objeto la protección de los inversores, canalizando todo ello a través de la reforma de sus estatutos sociales.

Todo ello permitirá crear las mejores condiciones que viabilicen un desarrollo del mercado de venture capital, el que sin un mercado de capitales sustentable, está lógicamente destinado a desaparecer.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AFONSO**, Daniela Gomes. Parecer CVM de 16.4.2002: “Critérios para eleição de membros do conselho de administração de S/A aberta, após a Lei 10.303/2001”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 126, p. 191-216, abr./jun. 2002.
- ANAND**, Anita Indira. “An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: structures post-Sarbanes-Oxley”. Delaware Journal of Corporate Law, v. 31, 2006, p. 229-252.
- ANDRADE**, Adriana; **ROSSETTI**, José Paschoal. “Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências”. 2. ed. atual. amp. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARNAUD**, André-Jean. “As transformações do direito dos mercados financeiros”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 117, p. 32-52, jan./mar. 2000.
- ARNOLDI**, Paulo Roberto Colombo; **MICHELAN**, Taís Cristina de Camargo. “Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 117, p. 157-162, jan./mar. 2000.
- AZOFRA-PALENZUELA**, Valentin; **LÓPEZ-ITURRIAGA**, Félix; **TEJERINA-GAITE**, Fernando A. “Banks as shareholders: the spanish model of corporate governance”. 2007. Social Science Research Network Electronic Library. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=998307>>. Acesso em: 18 de diciembre de 2008.
- BAINBRIDGE**, Stephen M. “The politics of corporate governance: Roe’s strong managers, weak owners”. 2003. Social Science Research Network Electronic Library. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275172>. Acesso em: 25 de septiembre de 2008.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO**. “Os mercados de capitais do Brasil”. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971.
- BARRETO FILHO**, Oscar. “A dignidade do direito mercantil”. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 2, n. 6, p. 296-305, set./dez. 1999.
- BASTOS**, Celso Ribeiro. 2Direito econômico brasileiro”. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2000.
- BAUM**, Harald. Discussion report. In: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROE, Mark J. et al (org.). “Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research”. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 897-899.
- BAUMS**, Theodor. “Corporate governance in Germany – system and current developments”. 1998. Social Science Research Network Electronic Library. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=158038>. Acesso em: 25 de noviembre de 2008.
- BEBCHUK**, Lucian A. 2A rent-protection theory of corporate ownership and control”. 1999. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7203>>. Acesso em: 14 de enero de 2009.
- BERGLÖF**, Erik; **VON THADDEN**, Ernst-Ludwig. “The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries”. Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C. 1999. Social Science Research Network Electronic Library. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183708>. Acesso em: 25 de enero de 2008.
- BERLE**, Adolf A.; **MEANS**, Gardiner C. “A moderna sociedade anônima e a propriedade Privada”. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987 (Série: Os economistas).
- BERTOLDI**, Marcelo M. “O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos”. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 118, p. 62-76,

abr./jun. 2000.

BLACK, Bernard S.; **GILSON**, Ronald J. “Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets”. 1997. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909>. Acceso en: 25 de enero de 2008.

BLAIR, Margaret M. “Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty first Century”. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1995.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; **SZTERLING**, Fernando. “O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 125, p. 96-113, jan./mar. 2002.

BRANSON, Douglas M. “Teaching comparative corporate governance: the significance of 'soft law' and international institutions”. 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253950>. Acceso en: 18 de septiembre de 2008.

BRUNETTI, Aymo and **WEDER**, B. “Investment and institutional uncertainty: a comparative study of different uncertainty measures”, *weltwirtschaftliches archive*, vol. 134; N° 3, (1998), pp. 513-533.

BULGARELLI, Waldirio. “Direito empresarial moderno”. Rio de Janeiro: Forense, 1992.

BURKE, Kerry Shannon. “Regulating corporate governance through the market: comparing the approaches of the United States”, Canada and the United Kingdom. *The Journal of Corporation Law*, v. 27, p. 341-380, 2001-2002 (spring).

CAMARGO, André Antunes Soares de. “Instrução CVM 409, de 18.09.2004 – um primeiro passo em busca do investidor”. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 7, n. 26, p. 310-315, out./dez., 2004.

CAMARGO, João Laudo de. “O conselho de administração nas sociedades anônimas”. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 1, n. 1, p. 167-168, jan./abr. 1998.

CARVALHO, Antonio Gledson de. “Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa”. Disponible en: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf>>. Acceso en: 23 de Enero de 2009.

CARVALHOSA, Modesto; **EIZIRIK**, Nelson. “A nova lei das S/A”. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHEFFINS, Brian R. Corporate governance reform: Britain as an exporter. 1999. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=215950>. Acceso en: 25 de septiembre de 2008.

COASE, Ronald Harry. “The firm, the market and the law”. Chicago/London: The University of Chicago Press, 1990. 195

COFFEE JR., John C.; **BERLE**, Adolf A. “The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications”. 1999. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=142833>. Acceso en: 02 de febrero de 2009.

CREDIT LYONNAIS SECURITIES ASIA. Saints and sinners: “who’s got religion”. 2003. Disponible en: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/154716/domestic2003/pdf/CreditLyonnais_Gill.pdf>. Acceso en: 08 de septiembre de 2008.

KANDA, Hideki; **ROE**, Mark J. et al. (org.). “Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research”. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 373-386.

FISCHEL, Daniel R. “The corporate governance movement”. *Vanderbilt Law Review*, v. 35, n. 6, p. 1259-1292, nov. 1982.

FRANCIS, Jere R.; **KHURANA**, Inder K.; **PEREIRA**, Raynolde. “Investor protection laws,

accounting and auditing around the world". 2001. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=287652>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

FRENTROP, Paul. "A history of corporate governance: 1602-2002". Trad. Ted Alkins. [Brussels-Paris-Amsterdam]: Deminor. 2003.

GILSON, Ronald J. "Unocal fifteen years later (and what we can do about it)". 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=235417>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

GOMPERS, P and **LERNER**, J, "The venture capital revolution, Journal of Economic Perspectives", (2001), 15(2), pp. 145-168.

GOMPERS, P and **LERNER**, J, "What drives venture fundraising?", Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics, (1998), pp. 149-192.

GOMPERS, P and **LERNER**, J, "The venture capital cycle", Cambridge, MIT Press, (1999).

GORDON, Jeffrey N. "Just say never? Poison pills", deadhand pills, and shareholders-adopted bylaws: an essay for Warren Buffett. 1997. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=169029>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

HANSMANN, Herny et al. "The anatomy of corporate law: a comparative and functional Approach". New York: Oxford, 2004, p. 1-20.

HILL, Jeniffer G. "The persistent debate about convergence in comparative corporate Governance". 2005. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <<http://ssrn.com/abstract=881896>>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

HOPT, Klaus J. "The german two-tier board: experience, theories, reforms". In: **HOPT**, Klaus J.; **KANDA**, Hideki; **ROE**, Mark J. et al. (org.), "Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research". Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 227-258.

HOPT, Klaus J.; **WYMEERSCH**, Eddy (org.). "Comparative corporate governance: essays and materials". Berlin/NewYork: de Gruyter, 1997.

HOPT, Klaus J.; **KANDA**, Hideki; **ROE**, Mark J. et al. (org.). "Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research". Oxford/New York: Oxford University Press, 1998.

HOSHI, Takeo. "Japanese corporate governance as a system". In: **HOPT**, Klaus J.; **KANDA**, Hideki; **ROE**, Mark J. et al (org.), "Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research". Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 847-875.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION – IOSCO. "Objectives and principles of securities regulation". Disponible en: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>>. Acceso en: 21 de noviembre de 2008.

JENG, L.A and **WELLS**, C. "The determinants of venture capital funding: evidence across countries", Journal of Corporate Finance, (2000), 6(3), pp. 241-289.

JENSEN, Michel C. "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective Function". 2001. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/abstract_220671>. Acceso en: 25 de septiembre de 2008.

KANDA, Hideki. "Trends in Japanese corporate governance". In: **HOPT**, Klaus J.; **WYMEERSCH**, Eddy (org.), "Comparative corporate governance: essays and materials". Berlin/NewYork: de Gruyter, 1997, p. 185-193.

KAPLAN, S and **STROMBERG**, P., "Financial contracting theory meets the real world: evidence from venture capital contracts", Review of Economics Studies, 70(2), pp. 281-315.

KLAPPER, Leora F.; **LOVE**, Inessa. "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets". The World Bank Development Research Group, 2002.

Disponibile en: <http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2002/05/03/000094946_02041804272577/Rendered/PDF/multi0page.pdf>. Acceso en: 10 de septiembre de 2008.

KOLEJNIKOV, J., “Feature: Singapore getting venture capital”, (2003), United Press International, Disponible en: http://www.techventure-asia.com/library/TVP0403001/files/spore_getting_venture_capital_pdf. Acceso en: 6 de enero de 2009.

KRAAKMAN, Reinier; DAVIES, Paul; HANSMANN, Herny et al. “The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach”. New York: Oxford, 2004.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. “Governança corporativa”. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei et al. “Law and Finance”. 1996. National Bureau of Economic Research. Disponible en: <<http://www.nber.org/papers/w5661>>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

LICHT, Amir N. “The mother of all path dependencies: toward a cross-cultural theory of corporate governance systems”. 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=208489>. Acceso en: 15 de octubre de 2008.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson. 2001. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=268520>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

LOMBARDO, Davide; PAGANO, Marco. Legal determinants of the return on equity. 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=209310>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

MACEY, Jonathan R. Corporate law and corporate governance: a contractual perspective. The Journal of Corporation Law, v. 18, p. 185-211, 1992-1993 (winter).

MCKEAN, Ashley. Corporate governance law in Spain: a vibrant transition fueled by the recent reforms of Aldama. Georgetown Journal of International Law, v. 35, n. 1, p. 105-148, 2003.

MCKINSEY & COMPANY. Investors opinion survey. June 2000. Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>>. Acceso en: 23 de diciembre de 2008.

MITCHELL, Lawrence E. The sarbanes-oxley act and the reinvention of corporate governance? 2003. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <<http://ssrn.com/abstract=474761>>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

MIWA, Yoshiro. The economics of corporate governance in Japan. In: HOPT, Klaus J.; **KANDA, Hideki; ROE, Mark J. et al. (org.)**, Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research. Oxford/New York: Oxford University Press, , 1998, p. 877-889.

MODIGLIANI, Franco; PEROTTI, Enrico. Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules. 2000. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=200559>. Acceso en: 25 de octubre de 2008.

MONKS, Robert A. G.; MINOW; Nell. Corporate governance. 3rd edition. [S.l.]: Blackwell Publishing, 2004.

MORCK, Randall K.; STEIER, Lloyd. The global history of corporate governance – an introduction. 2005. National Bureau of Economic Research. Disponible en: <<http://www.nber.org/papers/w11062>>. Acceso en: 24 de octubre de 2008.

MUIR, Diana M.; SCHIPANI, Cindy A. New standards of director loyalty and care in the post-enron era: are some shareholders more equal than others? 2006. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=721045>. Acceso en: 25 de octubre de

2008.

MÜLBERT, Peter O. Bank equity holdings in non-financial firms and corporate governance. In: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROE, Mark J. et al. (org.), Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 445-497.

NORTH, Douglass. Privatization, incentives and economic performance. 1994. Washington University, St Louis. Disponible en: <<http://129.3.20.41/eps/eh/papers/9411/9411002.pdf>>. Acceso en: 23 de diciembre de 2008.

OXFORD ADVANCED LEARNER'S DICTIONARY OF CURRENT ENGLISH. Oxford: Oxford Press University, 1995.

PAREDES, Troy A. Corporate governance and economic development. 2005. Social Science Research Network Electronic Library. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=710821>. Acceso en: 25 de septiembre de 2008.

PRAST, W.G. and **LAX**, H.L., Political risk as a variable in the TNC decision-making, Natural Resources Forum 6, (1982), pp. 183-191.

POTERBA, J.M., Venture capital and capital gains transaction, NBER working papers series, Working Paper Nro 2832, NBER, (1989), Cambridge.

POSNER, Richard. La decadencia del derecho como disciplina autónoma: 1962-1987. In: ROEMER, Andrés (org.), Derecho y economía: una revisión de la literatura. México: Centro de Estudios de Gobernalidad y Políticas Públicas, 2000, p. 102-122.

ROE, Mark J. German co-determination and German securities markets. In: HOPT, Klaus J.; **KANDA**, Hideki; ROE, Mark J. et al. (org.), Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 361-372.

ROEMER, Andrés (compilador). Derecho y economía: una revisión de la literatura. México: Centro de Estudios de Gobernalidad y Políticas Públicas, 2000.

SHLEIFER, Andrei; **VISHNY**, Robert W. A survey of corporate governance. The Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

WYMEERSCH, Eddy. A status report on corporate governance rules and practices in some continental European states. In: HOPT, Klaus J.; **KANDA**, Hideki; ROE, Mark J. et al (org.), Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research. Oxford/New York: Oxford University Press, 1998, p. 1045-1199.

