

# MODELELE DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ȘI SURSELE DE FINANȚARE EXTERNĂ

Prof.univ.dr. Ioan E. NISTOR<sup>1</sup>, Drd. Adrian C. POPA<sup>2</sup>

## Abstract

*The paper presents the dichotomy between the outsider and the insider corporate governance systems, and their determinant relationship with the external sources of finance. The analysis is extended by presenting the polarity of the current structure of corporate governance practices around the world. This is the proper context for highlighting the main features of the three most known corporate governance systems: the American (shareholder model), the German (codetermination model) and the Asian one (stakeholder model). Finally, after a comprehensive exposition of favourable arguments, but also barriers against the convergence of corporate governance systems, authors conclude by stating that we are facing the signs of corporate governance globalisation. Albeit there is room for enhanced convergence, we are far from a universal system of corporate governance, at least till the regional convergence shall be achieved based on the already existing complementarities.*

**Keywords:** corporate governance systems, equity finance, debt finance, convergence

**JEL classification:** G34, P33, F34, O47

## 1. INTRODUCERE. DESPRE DIHOTOMIA SISTEMELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ

Deseori întâlnită în literatura de specialitate este clasificarea sistemelor<sup>3</sup> de guvernare corporativă ca aparținând modelului *outsider* („exterior” sau „deschis”) ori modelului *insider* („interior” sau „închis”).

Modelul *outsider* este un model bazat pe piață (*market based system*), fiind întâlnit în economiile Statelor Unite ale Americii și Marii Britanii și fiind caracterizat de existența acționariatului dispersat și prevalența abordării acționarului (*shareholder value*)<sup>4</sup>. Limitările acestuia sunt frecvent asociate cu marile scandaluri corporative ale Americii, dar și cu performanța, dinamismul și creșterea economică susținută pe care a produs-o în economia americană, astfel încât este recunoscut, cel puțin deocamdată, drept modelul lider în guvernarea corporativă internațională. Argumentele sale favorabile derivă din structura acționarială dispersată, care reclamă o piață de capital puternică și lichidă, standarde înalte de

<sup>1</sup> Profesor universitar doctor, Departamentul de Finanțe, Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj Napoca; e-mail: [ioan.nistor@econ.ubbcluj.ro](mailto:ioan.nistor@econ.ubbcluj.ro).

<sup>2</sup> Doctorand, Departamentul de Finanțe, Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj Napoca & *Center for Company Law and Corporate Governance*, Facultatea de Drept, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj Napoca; e-mail: [adrian.popa@econ.ubbcluj.ro](mailto:adrian.popa@econ.ubbcluj.ro).

<sup>3</sup> Literatura de specialitate occidentală preferă sintagma „corporate governance regimes” (regimuri de guvernare corporativă), însă am preferat să ne îndepărtăm de termenul „regim”, deoarece în limba română inculcă pronunțate sonorități politico-istorice. În același sens, însă fără a cunoaște motivațiile autoarei, Mihaela Onofrei, **Guvernarea financiară corporativă**, Wolters Kluwer, 2009, pp. 68-69.

<sup>4</sup> În modelul de guvernare centrat pe acționari, se încearcă maximizarea cursului bursier al titlurilor deținute de acționarii unei întreprinderi prin instituirea unei ordini care presupune, mai întâi, alinierea intereselor administratorilor cu cele ale acționarilor-investitori. Modelele de guvernare care urmează această abordare, în special în ceea ce privește reglementarea transparenței și a remunerării administratorilor, sunt călăuzite de obiectivul maximizării valorii acționariale (*shareholder value*).

raportare financiară, transparență a întreprinderilor față de piață și existența a ceea ce se cheamă *market for corporate control*<sup>5</sup>, ca mecanism ultim de disciplinare a derapajelor.

Modelul *insider* este un model fundat pe relațiile între oameni (*relationship based system*), care reflectă diversitatea culturală a Uniunii Europene și a regiunii Asia-Pacific. Întreprinderile din aceste zone geografice sunt preocupate concomitent de satisfacerea mai multor interese complexe, sunt cunoscute ca având programe de responsabilitate socială și un interes aparte pentru activitatea economică sustenabilă din punct de vedere al mediului înconjurător. Principalele caracteristici ale modelului euro-asiatic derivă din structura concentrată a acționariatului acestor întreprinderi: piețele de capital pe care sunt prezente sunt mai puțin dezvoltate, standardele de informare și transparență nu sunt atât de înalte, iar băncile au nu numai un interes major în marile întreprinderi, ci își asumă și un rol central de monitorizare a activității lor.

S-a observat, însă, că oricare dintre aceste două structuri de guvernare se configurează, la origine ar sta manifestarea unei preferințe a întreprinderilor în alegerea sursei de finanțare externă<sup>6</sup>.

Astfel, corespunzător modelului *outsider*, finanțarea se realizează cu precădere prin participarea investitorilor la capitalul social al întreprinderilor (*equity finance*), de regulă prin achiziționarea de titluri cotate la bursă. S-a creat, așadar, o dependență a întreprinderii de resursele pieței și de semnalele acesteia: simplificând, prețurile ridicate ale acțiunilor unei întreprinderi înseamnă că aceasta este profitabilă, iar prețurile scăzute indică o performanță slabă, ceea ce le face vulnerabile în fața unor preluări. Devenită un veritabil mecanism de guvernare corporativă în spațiul anglo-saxon, preluarea este modalitatea prin care se soluționează conflictele apărute între obiectivele fixate de acționari și ținta (ne)realizată de manageri.

În concluzie, acesta este un model în care controlul asupra întreprinderii se exercită de către piață, prin drepturile recunoscute acționarilor (*market control via equity*), și de aceea, pentru investitorii întreprinderilor din Statele Unite ale Americii și Marea Britanie sunt esențiale prevederile legislației privitoare la protecția acționarilor minoritari.

În modelul *insider*, există un număr restrâns de creditori și participanți la capitalul social (*equity holders*), iar monitorizarea este delegată băncilor. Larg răspândit în economiile Germaniei și Japoniei, modelul *insider* se caracterizează prin dețineri încrucișate, care formează o rețea acționarială la care participă în mod substanțial băncile. De multe ori, acestea au calitatea de acționar majoritar și, în consecință, se bucură de o prezență consistentă în consiliile de supraveghere, în care activează în dubla lor calitate de acționar și creditor.

În consecință, acesta este un model în care controlul asupra întreprinderii se exercită direct de către creditori, în considerarea drepturilor (extinse) pe care poziția le-o conferă acestora (*direct control via debt*).

---

<sup>5</sup> Sintagma *market for corporate control* desemnează un răspuns la discreționarismul managerilor, survenit ca o atenuare a principiului fundamental al separației proprietății de control, în sensul că libertatea de acțiune a managerilor este limitată de acționari prin dreptul acestora din urmă de a vinde acțiunile lor, atunci când consideră că managerii în funcție nu acționează în interesul lor. În forma sa de bază, *market for corporate control* intervine atunci când o echipă managerială concurează cu o altă echipă managerială pentru dreptul de a dispune, ca administrator, de resursele întreprinderii. Totuși, mecanismul este văzut nu numai ca unul aparținând instrumentelor externe de guvernare corporativă, ci și ca unul subsidiar, utilizat în cazurile în care mecanismele interne nu reușesc să protejeze într-o manieră satisfăcătoare interesele acționarilor. A se vedea, Charlie Weir, *The Market for Corporate Control*, în Mike Wright (ed.), Donald S. Siegel (ed.), Kevin Keasey (ed.), Igor Filatotchev (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2013, pp. 330-331.

<sup>6</sup> Thomas Clarke, *International Corporate Governance*, Routledge, 2007, pp. 83-106.

## 2. POLARITATEA SISTEMELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ

Evoluția istorică a guvernării corporative presupune mai mult decât luarea în considerare a surselor de finanțare a întreprinderilor. Formele întreprinderii și, în paralel, modurile de organizare ale acestora au cunoscut dezvoltarea în diferite contexte sociale și economice, motiv pentru care, printre cele mai importante variabile care le-au modelat se regăsesc: (i) diferențele naționale, regionale și culturale; (ii) structura acționariatului; (iii) forțele specifice fiecărei piețe sau sector de piață; (iv) variațiile în ciclurile tehnologice, financiare și economice, inclusiv crizele sau perioadele de reformă; precum și (v) caracteristicile de personalitate, educație, experiență și atribuțiile conducătorilor întreprinderii.

Așa fiind, în ciuda asumpțiilor futurologice ale lui Berle și Means, conform cărora marile întreprinderi deținute public își vor încheia evoluția atunci când vor ajunge la o singură structură organizațională, caracterizată de separația proprietății de control, astăzi pot fi observate pe manapond trei mari modele de guvernare corporativă. Pentru fiecare dintre acestea există o țară care este considerată a fi cea mai expresivă reificare a sa.

### 2.1. Guvernarea corporativă anglo-americană

Acest model de guvernare corporativă, denumit și modelul tradițional, este specific Statelor Unite ale Americii și Marii Britanii. Denumirea de model *outsider* subliniază faptul că se bazează pe dominația persoanelor independente și acționarilor individuali, care nu sunt legați de corporație prin relații de afaceri<sup>7</sup>. Legăturile organizaționale ale întreprinderii sunt formalizate în două categorii de raporturi de mandat: (i) cele stabilite între acționari și administratori, respectiv (ii) cele instituite între administratori și manageri. Astfel, ia naștere o structură ierarhizată pe trei niveluri: acționari – administratori – manageri<sup>8</sup>.

Dintre toate drepturile acționarilor recunoscute în modelul tradițional, cel mai puternic este un drept politic – dreptul la vot – care îndrituiește acționarii să numească și să revoce administratorii. Structura acționarială dispersată ar face inoperabil un eventual drept de a hotărî asupra administrării societății, ceea ce explică interesul preponderent pentru dividende al acționarilor întreprinderilor aflate sub acest model și, în consecință, preocuparea unei masive literaturi de specialitate americane pentru problema dividendelor.

### 2.2. Guvernarea corporativă în Europa

Cunoscut și sub denumirea de „modelul codeterminării”, acesta reprezintă opțiunea de guvernare corporativă a Germaniei. Diferențele față de modelul anglo-american constă în adăugarea unei verigi suplimentare în nivelurile ierarhice, cea de-a patra, reprezentată de salariați, ceea ce face ca la raporturile juridice dintre acționari și administratori să adere și angajații, care ocupă între o treime și jumătate din locurile Consiliului de Supraveghere<sup>9</sup>. Trebuie spus că Germania promovează sistemul dualist de administrare (*two-tier board*), în cadrul căruia funcțiile Consiliului de Administrație din sistemul unitar de administrare (*one-tier board*) sunt împărțite între Consiliul de Supraveghere, căruia îi revine funcția de monitorizare, și Directorat, care îndeplinește un rol executiv. De precizat că participarea salariaților nu se face la nivelul administrării cotidiene, care este de competența conducerii, ci la nivelul supravegherii și al dezvoltării strategiilor întreprinderii.

Modelul german este un model de guvernare participativă nu numai din pricina implicării salariaților, ci îndeosebi datorită intereselor de afaceri comune ale acționarilor majoritari și ale

<sup>7</sup> Marcel Ghiță, **Guvernarea corporativă**, Editura Economică, 2008, p. 54.

<sup>8</sup> Mihaela Onofrei, *op.cit.*, p. 73.

<sup>9</sup> Simon Renaud, *Dynamic Efficiency of Supervisory-Board-Codetermination in Germany*, 2006, lucrare prezentată la conferința “Industrial Relation and Social Standard in an Internationalized Economy” ținută în Jena, Germania, noiembrie 2006, disponibil la [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=968729](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968729) [01.06.2014].

întreprinderii, ceea ce conduce la necesitatea prezenței lor în organele sale de administrare și supraveghere (*insider*). În mod evident, structura acționarială este una concentrată, ceea ce favorizează orizonturile investiționale pe termen lung.

Credem că modelul german și-a confirmat vocația europeană odată cu consacrarea în legislația europeană a implicării lucrătorilor în societatea europeană (*societas europaea*)<sup>10</sup>. În alte state ale Uniunii Europene nu se poate vorbi de existența unor modele de guvernare corporativă cu identitate proprie, deoarece acestea reunesc elemente de proveniență diferită.

În ceea ce privește fostele state comuniste din așa-numitul „bloc estic”, acestea s-au apropiat de guvernarea corporativă mai ales prin intermediul privatizării, iar ulterior aderării la Uniunea Europeană se găsesc într-un proces de consolidare a instituțiilor guvernantei corporative, fiind ținute să îmbunătățească drepturile acționarilor minoritari, și în general încrederea în piețele lor de capital, pentru atragerea investițiilor străine directe<sup>11</sup>. Potrivit unui indice al guvernantei corporative<sup>12</sup>, primele rezultate ale reformelor deja întreprinse situează grupul celor zece țări care au aderat în 2004 (cea mai importantă fiind Polonia<sup>13</sup>), dar și țările care extinderii din 2007 (Bulgaria și România), la un nivel apropiat, în ceea ce privește nivelul de protecție acordat acționarilor minoritari, de statele considerate cele mai performante sub acest aspect, adică cele care fac parte din familia sistemului de drept anglo-saxon.

### 2.3. Guvernarea corporativă asiatică

Cu toate că împărtășește unele dintre caracteristicile modelului european, în Asia, guvernarea corporativă prezintă unele particularități, putând fi cel mai bine sesizate în cazul Japoniei.

Dintre toate modelele de guvernare, cel japonez este cel mai preocupat de deținătorii de interese (*stakeholders*), de aceea și raporturile juridice sunt mai numeroase și mai complexe, implicând acționarii, administratorii, reprezentanții salariaților, clienții, băncile și furnizorii. Uneori mai este denumit și „modelul riscului asumat”, deoarece consideră că orice persoană care se află într-un raport juridic cu o întreprindere are de suportat un anumit risc și, pentru acest motiv, trebuie să se implice în procesul decizional pentru a-și proteja interesele. Concepția japoneză se aseamănă, din acest punct de vedere, cu cea germană, deoarece ambele sunt consecința unei evoluții istorice, în care reconstrucția postbelică s-a făcut prin efortul conjugat al acționarilor și al salariaților, aceștia din urmă deveniți la rândul lor acționari la întreprinderea angajatoare, model care a făcut posibilă consolidarea structurii de finanțare<sup>14</sup> și întărirea sistemului de protecție a întreprinderilor.

Când abordează modelul japonez, literatura de specialitate sfârșește, inevitabil, prin a trata despre reforma guvernantei corporative, începută în 1997 și marcată, în anul 2002 de conferirea dreptului întreprinderilor japoneze de a opta între păstrarea Consiliului de Administrație în tradiția indigenă, insulară și conservatoare, sau adoptarea modelului american, al Consiliului de Administrație asistat de comitetele consultative<sup>15</sup>. Operațiunea a

<sup>10</sup> **Directiva 2001/86/CE a Consiliului din 8 octombrie 2001 de completare a statutului societății europene în ceea ce privește implicarea lucrătorilor**, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene seria L nr. 294, 10.11.2001, pp. 22–32, disponibil la <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/HTML/?uri=CELEX:32001L0086&from=RO> [01.06.2014].

<sup>11</sup> Christine A. Mallin, **Corporate Governance**, ediția a III-a, Oxford University Press, 2010, p. 271.

<sup>12</sup> A se vedea, Marina Martynova, Luc Renneborg, **An International Corporate Governance Index**, în Mike Wright (ed.), Donald S. Siegel (ed.), Kevin Keasey (ed.), Igor Filatotchev (ed.), *op.cit.*, pp. 115-128.

<sup>13</sup> Extinderea din 2004 a Uniunii Europene a vizat următoarele state: Cipru, Cehia, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacia, Slovenia și Ungaria. A se vedea, [http://europa.eu/about-eu/countries/index\\_ro.htm](http://europa.eu/about-eu/countries/index_ro.htm) [01.06.2014].

<sup>14</sup> Mihaela Onofrei, *op.cit.*, p. 75.

<sup>15</sup> Ronald J. Gilson, Curtis Milhaupt, **Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance**, în **The American Journal of Comparative Law**, vol. 53, 2005, pp. 343-378, accesat în baza de date HeinOnline.

fost văzută mai degrabă ca un transplant respins, o convergență formală și nefuncțională<sup>16</sup>, aflată la capătul unor numeroase modificări legislative<sup>17</sup>.

În ultimii ani, guvernanta corporativă japoneză cunoaște, însă, și unele schimbări informale, pe fondul creșterii investițiilor străine, în special a prezenței fondurilor americane de investiții și de pensii, capital care dă voce modelului de proveniență în economia în care acestea investesc. Deocamdată nu se poate evalua impactul concret asupra modelului japonez al introducerii unor practici americane de guvernanta corporativă (cum este, de pildă, utilizarea presiunii asupra managerilor prin amenințarea cu dezinvestirea, dar și a altor mijloace informale de exercitare a influenței<sup>18</sup>). Aceste tendințe recente pun, însă, problema convergenței modelelor.

### 3. ÎN LOC DE CONCLUZII: CONVERGENȚA SISTEMELOR SAU DESPRE IPOTZA GLOBALIZĂRII GUVERNANȚEI CORPORATIVE

În ciuda diferențelor care există între modelele prezentate, se pune întrebarea dacă un model universal de guvernanta corporativă este necesar sau chiar dezirabil, în contextul în care globalizarea piețelor, în special a pieței financiare, ar fi natural urmată de o globalizare a reglementării. Teoria pendulează vivace între iminența convergenței și arătarea impedimentelor sale insurmontabile, iar pe acest teren al dezbaterilor de idei, concurența între modele își face loc în discursurile susținătorilor, în formule mai mult sau mai puțin diplomatice. Câteva teze au fost formulate<sup>19</sup>.

Abordarea neoclastică pornește de la premiza că din combinația dintre concurența internațională pe piața forței de muncă și integrarea financiară va rezulta un set convergent de „bune practici” în materie de guvernanta corporativă, adică o versiune ameliorată a principiilor modelului anglo-american, a cărui valoare supremă este maximizarea valorii acționariale. Această tendință ar defini receptarea în alte sisteme de drept a numeroase prevederi care au fost deja importante din dreptul american, în special în ceea ce privește dreptul societăților și al pieței de capital motiv pentru care se vorbește de o „globalizare prin americanizare”<sup>20</sup>, prin care legiuitorii au încercat să îmbunătățească abilitatea întreprinderilor din statele lor de a atrage capital, pe fondul intensificării concurenței internaționale. De ce dreptul american? Pentru că mari întreprinderi străine sunt adesea listate la bursele americane sub prevederile acestuia, sau pentru că investitorii instituționali americani au o anumită greutate.

Într-o altă analiză, pe care am putea-o numi chiar mai realistă, susține că, dimpotrivă, nu există „cel mai bun model” pentru a organiza o economie, iar varietatea formelor capitalismului trebuie recunoscută ca atare. În consecință, deși rolul forțelor pieței – concurența și integrarea financiară – trebuie mărturisit, impactul lor asupra guvernantei corporative practicate într-o anumită țară sau regiune va fi întotdeauna filtrat prin instituțiile existente, de cele mai multe ori, așezat la nivel național.

<sup>16</sup> Zenichi Shishido, *The Turnaround of 1997*, în Masahiko Aoki (ed.), Gregory Jackson (ed.), Hideaki Miyajima (ed.), **Corporate Governance in Japan. Institutional Changes and Organizational Diversity**, Oxford University Press, 2008, p. 324.

<sup>17</sup> O comprehensibilă cronologie a modificărilor legislative din perioada 1990-2006 se poate regăsi la Luke Nottage, Leon Wolff, Kent Anderson, *Introduction: Japan's gradual transformation in corporate governance*, Luke Nottage (ed.), Leon Wolff (ed.), Kent Anderson (ed.), **Corporate Governance in the 21<sup>st</sup> Century. Japan's Gradual Transformation**, Edward Elgar, 2008, pp. 13-20, parte a seriei **Corporations, Globalization and the Law** (serie editată de Janet Dine).

<sup>18</sup> Ioan Alin Nistor, *Changes in Japanese Corporate Governance*, în **Finance – Challenges of the Future**, în VIII, no. 10/2009, pp. 144-149, disponibil la <http://www.financejournal.ro/fisiere/revista/359102878010-19.pdf> [01.06.2014].

<sup>19</sup> Gordon L. Clark, Dariusz Wójcik, **The Geography of Finance. Corporate Governance in the Global Marketplace**, Oxford University Press, 2007, pp. 34-35.

<sup>20</sup> Mathias Siems, **Convergence in Shareholder Law**, Cambridge University Press, 2011, pp. 226-227.

În fine, cea mai sceptică voce în privința convergenței vine dinspre apărătorii teoriei politice a guvernării corporative (*political theory*), care atrag atenția asupra rolului central al statului, în sensul în care aceștia consideră că orice schimbare majoră în guvernarea corporativă este determinată, în primă instanță, de forțele politice, încastate în instituțiile statului național.

În ceea ce ne privește, ne alăturăm teoriei dependenței față de modelul original (*path dependence theory*), în accepțiunea căreia condiția necesară a convergenței este ca beneficiarii, sau în orice caz, cei asupra cărora se vor răsfrânge consecințele schimbării (și care sunt, de regulă, acei proprietari care dispun de prerogative de control), să sesizeze *a priori* valoarea sporită pe care ar obține-o în noile condiții (generate de convergență), față de actualele drepturi, ale lor și ale partenerilor lor politici, indiferent dacă exercitarea lor este formală sau informală.

În opinia noastră, o manifestare a convergenței se poate identifica, în primul rând, în presiunea asupra tuturor modelelor, venită dinspre celelalte, și orientată înspre schimbări punctuale, care să vizeze acele caracteristici pe care alteritatea le consideră drept deficiențe. Astfel, codeterminarea vest-europeană (germană) sau înclinația asiatică (japoneză) pentru salvagardarea intereselor (și) altor categorii de participanți la viața întreprinderii decât acționarii suferă coliziunea cu pretenția investitorilor americani pentru ca aceste întreprinderi să livreze mai multă „valoare acționarială”. Pe de altă parte, Comisia Europeană condamnă orientarea pronunțată înspre angajamentele pe termen scurt (*short termism*), considerate speculative și aducătoare de dezechilibre economice și sociale, cerând o atenție sporită din partea întreprinderilor americane, în special a instituțiilor destinate investițiilor, în ceea ce privește responsabilitatea socială corporativă. Corelativ creșterii responsabilității, modelul american reclamă îmbunătățirea informării și transparenței în modelele europene și asiatic.

În al doilea rând, suntem de părere că, până la discuția despre faza convergenței globale, altfel decât cea sectorială, convergența trebuie să se realizeze la un nivel inferior, adică regional. Un exemplu în acest sens îl constituie schimburile de experiență între legislațiile Marii Britanii și Germaniei, fără ca aceasta să însemne preluarea vreunui dintre modele de către celălalt<sup>21</sup>. În literatura de specialitate a fost făcută, în acest sens, o observație interesantă în urma unor studii empirice: este evident că există convergență în guvernarea corporativă europeană, însă în ciuda diferențelor sistematice care pot fi remarcate în cazul statelor, în ceea ce privește întreprinderile europene, diversitatea *ratingurilor* de guvernare corporativă între sectoare industriale este izbitor de redusă<sup>22</sup>.

În al treilea rând, și oarecum previzibil, doctrina<sup>23</sup> a inventariat patru posibile căi de urmat: (i) un model unitar, ca rezultat al unei puternice convergențe, care combină elementele cele

---

<sup>21</sup> Pentru detalii, a se vedea, Petri Mäntysaari, **Comparative Corporate Governance**, Springer, 2005, pp. 393-394. Se oferă exemple din jurisprudența Curții de Justiție a Uniunii Europene, care face aplicarea regulilor din dreptul european, parte a dreptului german, referitoare la transparență, și care ar proveni din legislația Marii Britanii – creditorii sunt considerați a fi suficient protejați dacă au fost respectate reglementările europene și naționale referitoare la transparență și informare. În sens invers, pot fi avute în vedere preluările punctuale din dreptul german al pieței de capital (*Aktiengesetz*) în cel american (*Sarbanes-Oxley Act*), referitoare la obligativitatea furnizării unor informații de către emitenți (contrar filozofiei americane consfințite în principiul „comply or explain” sau în libertatea alegerii voluntare), și care sunt cuprinse în reglementări federale foarte detaliate.

<sup>22</sup> Gordon L. Clark, Dariusz Wójcik, *op.cit.*, p. 50. Este citat un studiu realizat pe un eșantion de peste 300 de întreprinderi europene, în perioada 2000-2004.

<sup>23</sup> Thomas Clarke, *op.cit.*, p. 265. Pentru alte patru posibile sisteme de guvernare corporativă rezultate din matricea guvernării comparative (care include convergența puternică/slabă și, respectiv, divizibilitatea/indivizibilitatea), a se vedea, William W. Bratton, Joseph McCahery, **Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference**, în Joseph McCahery (ed.), Piet Moerland (ed.), Theo Raaijmakers (ed.), Luc Renneborg (ed.), **Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity**, Oxford University Press, 2006, pp. 39-42.



mai valoroase ale modelelor *insider* și *outsider*; (ii) un model universal bazat pe piață, adică realizarea dezideratelor Școlii de la Chicago, dar care ar reprezenta și triumful modelului *outsider*; (iii) persistența unei varietăți îmbunătățite a modelelor, în care guvernanta deficitară ar continua să subziste, dar ar conviețui cu transferul de cunoaștere între modele; și, în fine, (iv) un set de modele de guvernanta distincte, bazate pe caracteristici instituționale distincte, dar și pe complementaritate, fiecare dintre modele păstrându-și identitatea și propriile capacități de a crea avantaje.

Creдем că, dacă nu cumva un asemenea rezultat este de-a dreptul indezirabil, cu siguranță mai este un drum lung de parcurs până la convergența spre modelul unic de guvernanta corporativă sau orice alte formule universaliste, atâta vreme cât diversitatea prezentului – culturală, economică și juridică – este mai curând o dovadă a complexității decât a lipsei, uneori indigeste, de armonie.

Firește, îmbunătățirea standardelor naționale sau regionale, prin raportare la *benchmark*-uri internaționale în materie, așa cum sunt Principiile OECD de guvernanta corporativă, va continua să fie o preocupare importantă în numeroase țări sau în cadrul uniunilor economice, însă convingerea noastră este că o convergență globală reală emerge din considerente utilitariste, așa cum ar fi, spre exemplu, unificarea limbajului în care este prezentată informația financiară, și este întotdeauna fundamentată pe complementaritățile deja existente.

În cele din urmă, nu putem să nu ne întrebăm dacă, și după recenta criză, vorbind despre viitorul guvernantei, se mai poate susține cu aceeași emfază a anului 2006 că „esența guvernantei în economia modernă, care este dominată de vaste operațiuni pe piața de capital, este aceea de a utiliza propriile forțe ale pieței pentru a governa jucătorii”<sup>24</sup>.

## BIBLIOGRAFIE

1. Bratton W. W, McCahery, J., *Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference*, în Joseph McCahery (ed.), Piet Moerland (ed.), Theo Raaijmakers (ed.), Luc Renneborg (ed.), *Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity*, Oxford University Press, 2006.
2. Clark L. G., Wójcik, D., *The Geography of Finance. Corporate Governance in the Global Marketplace*, Oxford University Press, 2007.
3. Clarke, T., *International Corporate Governance*, Routledge, 2007.
4. Ghiță, M., *Guvernanta corporativă*, Editura Economică, 2008.
5. Gilson J. R., Milhaupt, C., *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, în *The American Journal of Comparative Law*, vol. 53, 2005.
6. Mallin, A. C., *Corporate Governance*, ediția a III-a, Oxford University Press, 2010.
7. Petri Mäntysaari, *Comparative Corporate Governance*, Springer, 2005.
8. Martynova, M., Renneborg L., *An International Corporate Governance Index*, Mike Wright (ed.), Donald S. Siegel (ed.), Kevin Keasey (ed.), Igor Filatotchev (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2013.
9. Nistor I.A., *Changes in Japanese Corporate Governance*, în *Finance – Challenges of the Future*, în VIII, no. 10/2009, pp. 144-149, disponibil la <http://www.financejournal.ro/fisiere/revista/359102878010-19.pdf>.
10. Nottage, L., Wolff, L., Anderson, K., *Introduction: Japan's gradual transformation in corporate governance*, Luke Nottage (ed.), Leon Wolf (ed.), Kent Anderson (ed.),

---

<sup>24</sup>Roy C. Smith, Ingo Walter, **Governing the Modern Corporation. Capital Markets, Corporate Control, and Performance**, Oxford University Press, 2006, p. 291. Totuși, suntem de acord cu acești autori care, în același loc, spun că „repararea problemelor latente ale sistemului financiar este puțin probabil să se producă la inițiativa reglementatorilor înainte ca o catastrofă să aibă loc, după care, la fel ca în anii 1980, ceea ce se va face se va face în grabă și cu un considerabil cost public”. Poate că, alături de economistul american Nouriel Roubini, care și-a câștigat renumele de „profet al crizei”, galeria „profeților” ar trebui completată cu noi nume.

Corporate Governance in the 21<sup>st</sup> Century. Japan's Gradual Transformation, Edward Elgar, 2008.

11. Onofrei, M., Guvernanța financiară corporativă, Wolters Kluwer, 2009.
12. Renaud, S., *Dynamic Efficiency of Supervisory-Board-Codetermination in Germany*, 2006, disponibil la [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=968729](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968729).
13. Shishido, Z., *The Turnaround of 1997*, în Masahiko Aoki (ed.), Gregory Jackson (ed.), Hideaki Miyajima (ed.), *Corporate Governance in Japan. Institutional Changes and Organizational Diversity*, Oxford University Press, 2008.
14. Siems, M., *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge University Press, 2011, pp. 226-227.
15. Smith, C. R., Walter, I., *Governing the Modern Corporation. Capital Markets, Corporate Control, and Performance*, Oxford University Press, 2006.
16. Weir, C., *The Market for Corporate Control*, în Mike Wright (ed.), Donald S. Siegel (ed.), Kevin Keasey (ed.), Igor Filatotchev (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2013.
17. \*\*\* Directiva 2001/86/CE a Consiliului din 8 octombrie 2001 de completare a statutului societății europene în ceea ce privește implicarea lucrătorilor, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene seria L nr. 294, din 10.11.2001.