



**Departamento de Economía**  
Facultad de Ciencias Sociales  
Universidad de la República

**Documentos de Trabajo**

**Sobre el gobierno corporativo de los organismos  
multilaterales de crédito**

**Mario Bergara y Leandro Zipitría**

**Documento No. 14/13**  
Diciembre 2013

ISSN 0797-7484

# **Sobre el gobierno corporativo de los organismos multilaterales de crédito**

Mario Bergara<sup>1</sup> y Leandro Zipitría<sup>2</sup>

## **Resumen**

El trabajo presenta una discusión acerca de la correspondencia entre las formas organizacionales de diversas instituciones multilaterales de crédito y las características de sus funciones y objetivos. La misma se basa en la determinación de la naturaleza de la actividad bancaria desde una perspectiva microeconómica, identificando los riesgos financieros y contractuales que asumen según sus diferentes perfiles, y apreciando formas alternativas de gobierno corporativo como respuesta institucional para mitigar dichos riesgos. Este enfoque, apoyado en la Economía de los Costos de Transacción, se ilustra con el caso del Fondo Latinoamericano de Reservas, en el marco de la revisión de objetivos y de análisis sobre sus estrategias de expansión y fortalecimiento organizacional e institucional. Se plantea que las formas y las estrategias de expansión en debate deben incorporar como ingrediente sustancial, las consideraciones de su impacto sobre el gobierno corporativo actual, dado que una modificación sustantiva del mismo implicaría definiciones de índole política y operativa, que deben explicitarse a la hora de tomar decisiones. En tal sentido, el presente trabajo sugiere un enfoque de desarrollo prudente de expansión, que alinee los objetivos de la institución con una evolución adecuada y consensuada de sus capacidades actuales, manteniendo las ventajas que otorga el actual gobierno corporativo.

---

1 Ministerio de Economía y Finanzas y Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales.  
bergara@mef.gub.uy

2 Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales.  
leandro.zipitria@cienciassociales.edu.uy

## Abstract

The paper discuss the correspondence between the organizational form of multilateral lending institutions and its aim and performance. It is based on the microeconomic of the banking sector and identify financial and contractual risks, and alternative forms of corporate governance as an institutional response to mitigate those risks. The approach draws from the Transaction Costs Economics and is illustrated by the case of the *Fondo Latinoamericano de Reserva* (Latin American Reserve Fund). The *Fondo* is undergoing a mayor revision of its objectives, due to an expansion strategy and the strengthening of its organizational and institutional capabilities. Our main argument is that the expansion strategies under debate should incorporate as the main element considerations of their impact on the current corporate governance. Sustancial amendment of the actual corporate governance involve policymaking and operational definitions to be explicit at the decision stage. As a result, this paper suggests a cautious development expansion, which align the objectives of the institution with an appropriate and consensual development of their current capabilities, while maintaining the advantages of the current corporate governance.

**Palabras clave:** Fondo Latinoamericano de Reservas, economía de costos de transacción, microeconomía bancaria, gobierno corporativo.

**Keywords:** Fondo Latinoamericano de Reservas, banking, transaction costs economics, corporate governance.

**JEL:** D02, F33, G15, G20.

## ***1.- Introducción***

Las volatilidades y las incertidumbres en la economía global se han disparado a partir de la crisis financiera global de 2007-2008. Los países emergentes han debido adaptarse y construir plataformas para navegar en ese nuevo mundo de finanzas globales, de comportamientos de manada y de movimientos a veces impredecibles de los flujos de capitales. El impacto sobre las economías en desarrollo es innegable, con particular énfasis en aquellos países de reducida dimensión, de mayor apertura comercial y con mayor integración financiera al mundo.

En ese contexto, el debate sobre la arquitectura financiera internacional ha vuelto a un plano relevante, con énfasis en la necesidad de armonizar y complementar la presencia de organismos globales de asistencia financiera con la de entidades de carácter regional y subregional. América Latina no es la excepción en esta discusión y en la profundización de la ingeniería institucional acorde con los nuevos tiempos. Contar con instituciones a las cuales acudir en situaciones diversas, tanto para afrontar problemas circunstanciales de liquidez, como para permitir recomposiciones más estructurales en casos de crisis más profundas, ha sido una necesidad manejada tanto por especialistas académicos como por representantes del ámbito político regional.

Según Agosin y Heresi (2011), desde el punto de vista macroeconómico, es relevante contar con instituciones financieras regionales disponibles para amortiguar los efectos económicos de los efectos transitorios de los ciclos y de los *shocks* en los precios de los productos exportados por las economías regionales, suavizar las salidas bruscas de capitales, así como permitir una mayor coordinación de políticas macroeconómicas -monetaria y cambiaria- entre los países. Asimismo, añaden que instituciones financieras de esta naturaleza servirían como intermediarios entre los países individuales y el Fondo Monetario Internacional (FMI) en la negociación de las políticas de ajuste.<sup>3</sup>

Los principios mencionados tienen fundamentos macroeconómicos claros y los beneficios han sido discutidos en distintos trabajos.<sup>4</sup> Sin embargo, ese enfoque debe

---

<sup>3</sup> Agosin y Heresi (2011).

<sup>4</sup> Hofstetter (2011) discute la convergencia monetaria regional y explora los beneficios de una moneda única regional, Ocampo (2007) refiere a los beneficios de la coordinación de políticas monetarias y cambiarias hasta la unión monetaria y Levy (2012) analiza las bondades de contar con una red de asistencia financiera internacional regional para apoyar situaciones de shocks de liquidez.

complementarse con una visión de las particularidades microeconómicas de los distintos tipos de organismos, de sus roles específicos y de los instrumentos para mitigar riesgos que una entidad supranacional de estas características requeriría. Las instituciones de crédito multilateral difieren en sus fines, cometidos y estructuras organizativas. El tamaño relativo en términos de capitalización y el tipo de asistencia que otorgan condicionan la complejidad relativa de su estructura interna de funcionamiento, tanto en términos de su gobierno político, como del personal técnico para evaluar la pertinencia de los préstamos y monitorear el cumplimiento de los compromisos establecidos en los mismos.

El presente documento se basa en el enfoque de la Economía de los Costos de Transacción y en la Microeconomía Bancaria para evaluar la relación entre las tipologías de organismos multilaterales de asistencia financiera, los riesgos financieros y contractuales asumidos en sus respectivas operativas y las características de su estructura de gobierno corporativo. Esta perspectiva parece relevante a la hora de analizar posibles estrategias de expansión y desarrollo de cada organismo, dado que toda propuesta en esa dirección debe sopesar los impactos sobre el *governance* de cada uno, en la medida en que modificaciones sustanciales en el gobierno político u operativo acarrearán generalmente consideraciones políticas que deben hacerse explícitas.

Las instituciones multilaterales de crédito se financian mediante el *pool* de recursos de los países miembros. En general los países aportan a los fondos según su tamaño relativo, lo que determina que las economías más grandes aportan un monto mayor de capital. Como se verá, esta conformación institucional genera una serie de problemas de incentivos entre los países que resultan en un incremento de los costos de administrar y hacer cumplir los contratos de préstamo para la entidad. Cuando los riesgos financieros y contractuales son relativamente bajos, es factible mantener un gobierno corporativo caracterizado por la simpleza, la celeridad, la equidad en la distribución de poder, los bajos costos de monitoreo y la confianza. Cuando los riesgos asumidos se acrecientan, esa lógica de estructura de gobierno se ve amenazada e implicaría una revisión de criterios, condicionalidades, constelación de votos, etc., que cambiaría sustancialmente las relaciones no sólo operativas, sino también políticas, entre los países miembros.

Esta discusión surge como resultado del debate en el seno del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) sobre sus cometidos, la posible expansión de sus actividades crediticias hacia nuevos servicios y las estrategias de ampliación de su

membresía, particularmente hacia países de mayor dimensión económica. El documento plantea que la evaluación de estrategias alternativas debe considerar de manera profunda sus consecuencias en cuanto a la complejidad de la estructura de la institución y la efectiva capacidad de cumplimiento del rol actual de prestamista de corto plazo en forma ágil y eficiente.

El documento se ordena de la siguiente forma. La sección 2 aborda las bases conceptuales del análisis. Se refiere al enfoque institucional aplicado a la actividad financiera, con hincapié en la perspectiva Williamsoniana de los costos de transacción y su condicionamiento a las formas organizacionales en las que las transacciones se insertan. Asimismo, se utilizan los desarrollos de la microeconomía bancaria para entender la naturaleza de las actividades que llevan adelante las entidades financieras y así identificar los atributos relevantes que afectan los requerimientos organizacionales respectivos. La sección 3 aplica estos enfoques conceptuales al riesgo y gobierno de las instituciones de asistencia financiera internacionales, mientras que la sección 4 evalúa posibles líneas de fortalecimiento y expansión para el FLAR.

## ***2.- Marco conceptual***

Las instituciones multilaterales de crédito, al igual que el resto de las organizaciones económicas, deben diseñar su estructura en un todo acorde a sus objetivos. Dicho de otra manera, las formas óptimas de organización del gobierno corporativo de las instituciones multilaterales de financiamiento están condicionadas de manera sustancial por el rol y las características que cada uno de ellos desarrolla en la asistencia a sus países miembros. Entender este aspecto es crucial a la hora de plantear estrategias de expansión o desarrollo de estos organismos. En este marco, parece conveniente analizar esta cuestión a la luz de diversos aspectos conceptuales que la teoría económica contemporánea sugiere en materia de naturaleza de la actividad financiera y de formas organizacionales de las transacciones financieras.

Por otra parte, la actual configuración del FLAR debe evaluarse en términos de constituir un mecanismo que genere un compromiso creíble respecto al manejo de sus activos, que responda a países latinoamericanos de pequeña y mediana dimensión. Sin

embargo, lo que puede aparecer a simple vista como una debilidad puede constituir una fortaleza en términos de las estructuras de incentivos para desarrollar ciertas actividades financieras acotadas, dado que reduce los estímulos para la renegociación de los créditos y perturba los incentivos a incumplir los pagos. Una historia de inexistencia de incumplimientos redonda en un mejor posicionamiento de la institución, reflejada en que su calificación de riesgos supera consistentemente a la de sus países miembros. Cuando se estudian estrategias de expansión, parece imprescindible atender al hecho de que no se pierdan las “bellezas” de un organismo que puede atender con celeridad y bajos costos algunas situaciones de falta de liquidez de reducida dimensión en los países.

Para avanzar en dicha evaluación, se considera necesario repasar los principales conceptos de los enfoques conceptuales en los que se soporta el documento. Por un lado, la visión neoinstitucionalista de la Economía de los Costos de Transacción, cuyo principal exponente es Oliver Williamson. Por otro lado, los aportes de la microeconomía bancaria, que contribuyen a entender la naturaleza de la actividad financiera y el rol de las asimetrías de información en la misma.

## **2.1.- La economía de los costos de transacción**

En el área de la ciencia económica, se han desarrollado aceleradamente las ramas que priorizan el estudio de las instituciones y las formas organizacionales, ligadas a los avances en materia de la teoría de la agencia, el manejo de la información asimétrica, los contratos incompletos, los derechos de propiedad, la teoría de los costos de transacción y el análisis institucional. Esto ha sido confirmado con el hecho de que tres de los pioneros de esta temática hayan recibido el Premio Nobel de Economía: Ronald Coase en 1991, Douglass North en 1993 y Oliver Williamson en 2009. El neoinstitucionalismo en economía implica un nuevo enfoque a los problemas de economía política. Su objetivo consiste en ampliar y modificar los fundamentos microanalíticos de la teoría económica al tomar en consideración la forma en que las instituciones políticas y económicas afectan el desempeño de las economías a lo largo del tiempo.

North (1990, 1994) señala que las instituciones constituyen las reglas de juego en una sociedad y se definen como las restricciones creadas por los hombres que dan forma a la interacción entre los agentes. En consecuencia, estructuran los incentivos en el

intercambio y las interrelaciones humanas, ya sean políticas, sociales o económicas. Las restricciones institucionales incluyen tanto lo que se le prohíbe hacer a los individuos como las condiciones bajo las cuales los individuos pueden desarrollar ciertas actividades. Mientras las relaciones de intercambio simples pueden descansar en contratos relativamente informales, el intercambio impersonal más complejo requiere el desarrollo de contratos más elaborados y de mecanismos para hacer cumplir los mismos, basados en la participación de agentes externos a la relación y la especificación de derechos de propiedad (North, 1984). El hecho de que la información sea costosa hace que las transacciones sean también costosas. Estos costos de transacción estarían vinculados a la medición de los atributos que otorgan valor al objeto del intercambio, a la protección de los derechos de propiedad y a las actividades que permiten que los contratos se cumplan.

Los derechos de propiedad dependerán de las normas legales, las formas organizacionales, la capacidad de hacer cumplir los contratos y las normas de conducta imperantes en una sociedad, es decir, del marco institucional. Dado que existen costos de transacción en cualquier régimen de derechos de propiedad, éstos nunca serán perfectamente especificados y respetados. Es así que los individuos destinan recursos para asegurar el cumplimiento de los mismos.

La política y la economía están ineludiblemente ligadas en cualquier interpretación del desempeño económico. Los modelos económicos y políticos son específicos a las constelaciones particulares de restricciones institucionales, las cuales varían en el tiempo y en las diferentes economías. La forma y la eficacia con que las instituciones resuelvan los problemas de la coordinación entre los agentes dependen de factores tales como la motivación y las preferencias de los mismos, la complejidad del contexto relevante y la habilidad de los agentes de descifrar y ordenar los elementos centrales de dicho contexto, destacándose la medición y las posibilidades de cumplimiento de los contratos.

El marco institucional incorpora tanto restricciones formales como informales. Estas últimas están indisolublemente ligadas a la matriz cultural de una sociedad: la forma en que los individuos procesan y utilizan la información de que disponen está definida por la cultura concreta. Los convencionalismos y las normas son específicos a las diferentes culturas. Un aspecto importante del rol que cumplen las restricciones informales se refiere al hecho de que las mismas no reaccionan inmediatamente a cambios en las normas formales, por lo que deben ser tenidas en cuenta en forma sistemática y relativamente



independiente de las restricciones formales.

La creciente complejidad de las sociedades lleva a la necesidad de una mayor formalización de las restricciones. A su vez, el avance tecnológico tiende a disminuir los costos de medición y estimula mediciones precisas y estandarizadas. La creación y desarrollo de sistemas legales para atender disputas más complejas lleva a la imposición de reglas formales. En la medida en que la adopción de regímenes más formales reduzca significativamente los costos de informarse, monitorear y hacer cumplir los contratos, las restricciones informales pueden constituir soluciones factibles para relaciones de intercambio relativamente más complejas.

Las reglas formales incluyen las normas jurídico-políticas, las reglas económicas y los contratos. Las primeras definen, en un sentido amplio, la estructura jerárquica del marco político y jurídico, la estructura básica de toma de decisiones y las características explícitas del control de la agenda pública relevante. Por su parte, las reglas económicas definen los derechos de propiedad, es decir, el conjunto de derechos sobre el uso y el ingreso derivado de la propiedad y la habilidad para enajenar un activo o un recurso. Finalmente, los contratos contienen las provisiones específicas a un acuerdo de intercambio particular. La estructura final de las reglas depende, entre otros factores, de la diversidad de intereses económicos y políticos y del poder de negociación relativo de los agentes. En un sentido general, la normativa jurídico-política conduce a un cierto conjunto de reglas económicas, a pesar de que la causalidad opera en ambos sentidos. Los derechos de propiedad y los contratos individuales se especifican y se hacen cumplir bajo un cierto marco jurídico-político, pero también la estructura de intereses económicos y de poder de negociación influye sobre la estructura política. En equilibrio, una estructura de derechos de propiedad dada será consistente con el marco político vigente en la sociedad.

Por su parte, los contratos (tanto el conjunto de oportunidades de los agentes como las formas organizacionales que los mismos prevén) reflejarán la estructura de incentivos incorporada en la estructura de derechos de propiedad. Los contratos son inherentemente incompletos por una serie de factores. La teoría distingue cuatro tipos de inconvenientes para especificar un contrato completo. Dos de ellos ocurren antes de la firma del mismo y otros dos surgen a posteriori. Primero, las partes se enfrentarán con contingencias que pueden no ser previsibles a la fecha del contrato. Segundo, aún si tales contingencias se pudieran prever, serían demasiadas como para incorporarlas a la letra del contrato,

constituyendo un problema relevante de especificación. Tercero, el monitoreo del contrato, o sea el control de que las partes respeten sus términos, implica siempre un costo que puede llegar a ser elevado. Cuarto, hacer respetar los contratos también entraña un costo considerable, si es que es posible. El siguiente cuadro resume los conceptos previos

**Cuadro 1.-** Información, problemas contractuales e impacto sobre las reglas de juego.



Fuente: elaborado por los autores en base a Williamson (1996).

Las instituciones afectan el desempeño de las economías: comprender la forma del cambio institucional es clave para comprender la evolución histórica de una sociedad. El impacto de las instituciones sobre los costos del intercambio y la producción determina la forma y la magnitud en que las mismas afectan el proceso económico. Tomadas conjuntamente con la tecnología empleada, las instituciones determinan las oportunidades y los costos de transacción y transformación de una economía. Por lo tanto, también determinan las posibilidades y los beneficios potenciales de la actividad económica. El rol principal de las instituciones consiste en reducir la incertidumbre, al establecer una

estructura estable (aunque no necesariamente eficiente) para la interacción humana. Proveen las estructuras de incentivos de una sociedad, si bien no suelen ser creadas para ser socialmente eficientes: al menos las reglas formales son diseñadas para servir los intereses de aquellos con el suficiente poder de negociación como para crear nuevas reglas. En un mundo en que existen costos de transacción, este poder negociador juega un rol central en determinar la dirección del cambio económico e institucional en el largo plazo. En síntesis, las instituciones están constituidas por un complejo de restricciones formales e informales, que reflejará la presencia de costos de transacción. El marco institucional define las restricciones para el intercambio y, por lo tanto, tiene un rol relevante en el desempeño de una economía.

El análisis de las formas organizacionales y del marco institucional ha sido enriquecido por la Economía de los Costos de Transacción (ECT). Su unidad de análisis es la transacción, la cual ocurre cuando un bien o servicio es transferido atravesando una interfase tecnológicamente separable. Éstas no operan fluidamente; existen fricciones cuya contrapartida económica son los costos de transacción. El análisis de costos de transacción supone un examen de los costos comparativos de planificar, adaptar y monitorear el desempeño de las tareas bajo estructuras alternativas de organización. En particular, el centro está en cómo las estructuras de gobierno contribuyen a mitigar los riesgos contractuales.

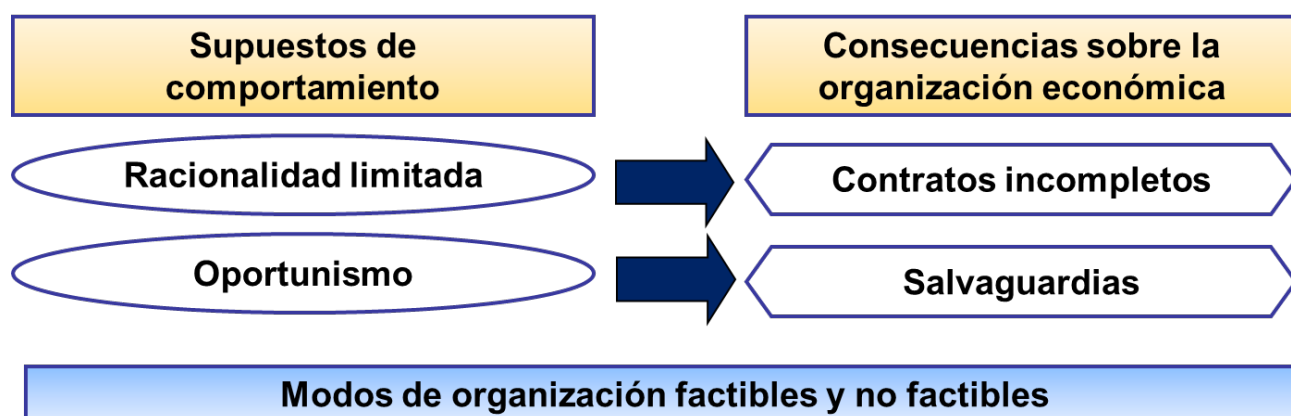
El enfoque de la ECT se centra en el estudio de la organización de las relaciones contractuales. La eficacia de los modos alternativos de organización varía con el entorno institucional y con los atributos de los actores económicos. Si existen cambios en los derechos de propiedad, leyes contractuales, normas, costumbres, etc., que induzcan cambios en los costos comparativos de las formas organizacionales, entonces tendrá lugar una nueva configuración de la organización económica. Por su parte, las organizaciones tienen vida propia, generándose efectos de retroalimentación de las formas organizacionales hacia el entorno institucional.

La ECT se basa en dos supuestos de comportamiento individual. El primero consiste en que el conocimiento humano está sujeto a racionalidad limitada, que se define como una conducta intencionalmente racional pero sólo limitadamente, el cual contrasta con el supuesto usual de racionalidad global que implica la capacidad humana para procesar información infinita. El segundo está vinculado al oportunismo, o sea al

comportamiento estratégico de parte de los individuos y la búsqueda del interés propio. De esta manera, los individuos revelan información sólo en forma selectiva, de acuerdo a su conveniencia.

En función de ambos supuestos, todos los contratos factibles son necesariamente incompletos. Por tanto, el lado *ex post* de las relaciones contractuales toma una importancia significativa desde el punto de vista de la organización económica: la resolución de disputas, la adaptación y la capacidad para llenar las brechas que los contratos incompletos implican. Los esfuerzos *ex ante* por explorar la credibilidad de los agentes económicos y las salvaguardas *ex post* para detener el oportunismo cobrarán importancia económica en la medida en que haya riesgos de comportamientos de este tipo. La coexistencia de racionalidad limitada, oportunismo, incertidumbre y especificidad de activos tienden a generar fallas en la organización económica y en los mercados.

**Cuadro 2.-** Supuestos de la ECT y sus consecuencias económicas.



Fuente: elaborado en base a Williamson (1996).

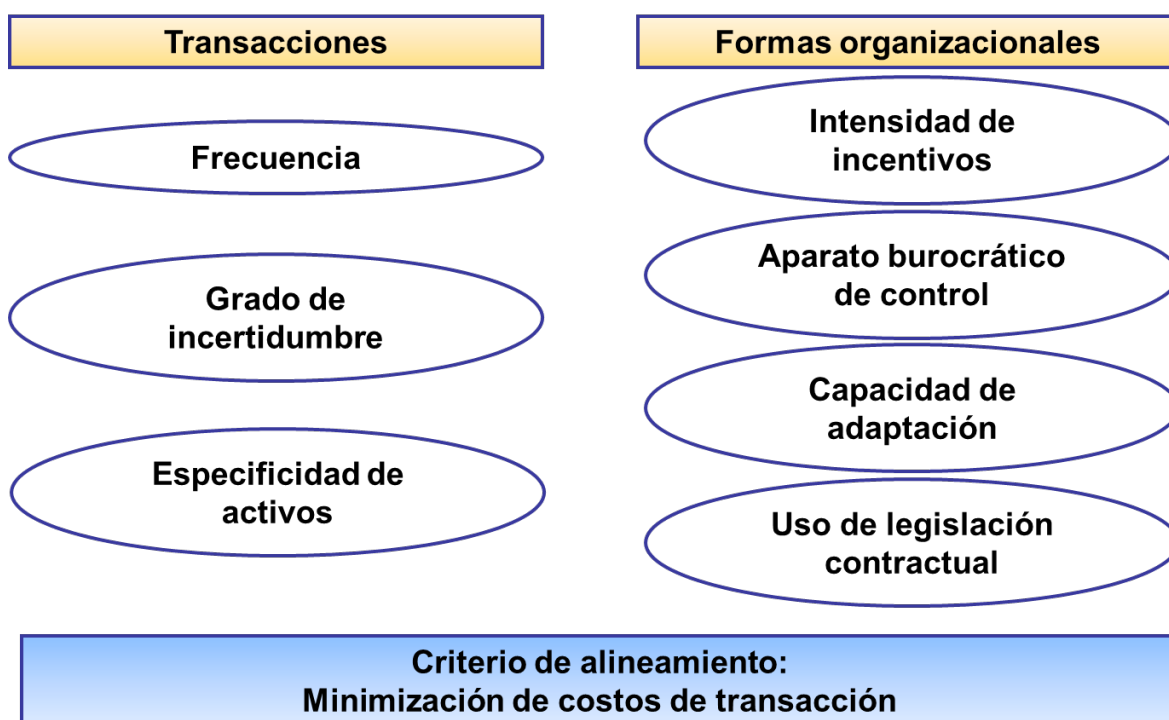
Desde el punto de vista operacional, las transacciones se caracterizan por ciertos atributos: la frecuencia con la que se llevan a cabo, la incertidumbre a la que están sometidas y la especificidad de los activos involucrados. La condición de activo específico hace referencia al grado al cual un activo puede ser reasignado a usos alternativos y por usuarios alternativos sin sacrificar su valor productivo. Algunos tipos de activos específicos pueden ser: (i) especificidad de sitio o ubicación, donde sucesivas estaciones de trabajo son localizadas para economizar en inventarios y costos de transporte; (ii) activo

específico físico o especializado, que solamente sirve para producir un componente; (iii) activos específicos humanos, que sobreviven del aprendizaje; (iv) activos dedicados, que refieren a inversiones hechas a pedido de un cliente en particular; y (v) especificidad temporal, donde el activo se valora de acuerdo al momento en que se transe el bien en cuestión.

A su vez, la adaptación como problema de primer orden a ser resuelto por la organización económica ha sido tradicionalmente dejada de lado. En particular, Hayek (1945) sostiene que el principal problema económico con que se enfrenta la sociedad es el de la rápida adaptación en determinadas circunstancias de tiempo y lugar, en el entendido que el sistema de precios es un mecanismo eficiente para comunicar información e inducir el cambio. Por su parte, Barnard (1938) destaca la adaptación a circunstancias cambiantes planteada dentro de la organización interna. La ECT concuerda con ambas apreciaciones, pero aclara que refieren a adaptaciones de índole diferente. Las primeras constituyen adaptaciones autónomas y se apoyan en el sistema de precios. Las segundas son adaptaciones cooperativas y, a los efectos de evitar los costos y demoras que supone la negociación entre partes autónomas, se suplanta la autonomía por la jerarquía. Si bien se pueden realizar ganancias netas a partir de la jerarquía, la organización interna carece de la misma intensidad de incentivos que los mercados, además de agregar costos burocráticos, ya que está apoyada en la eficacia de controles administrativos.

La jerarquía no es solamente un acto contractual, sino también un instrumento contractual; una continuación de las relaciones de mercado pero por otros medios. Cada forma de organización (mercados, híbridos y jerarquías) está sustentada por una diferente forma de ley contractual. La ley contractual clásica se aplica a las transacciones legales y económicas en que la identidad de las partes es irrelevante. La identidad de los contratantes importa en la medida que romper un contrato prematuramente o hacer malas adaptaciones persistentes ubicaría cargas sobre una o ambas partes. La adaptación bilateral efectuada a través de la jerarquía es el rasgo característico de la organización interna, cuya ley contractual implícita es la de la tolerancia. La jerarquía es su propia corte de apelaciones: se apela a ella para resolver las diferencias y disputas internas de una organización.

**Cuadro 3.-** Características de las transacciones y las formas organizacionales.



Fuente: elaborado por los autores en base a Williamson (1996).

Una vez definidas las formas polares de organización económica (mercados y jerarquías) y sus características, quedan por analizar los modos híbridos (variadas formas de contratos de largo plazo, comercio recíproco, concesiones, etc.). Estos conforman mecanismos más elásticos que la ley contractual clásica de los mercados, pero también se distancian de la tolerancia que caracteriza a las jerarquías. En términos de adaptabilidad, intensidad de incentivos y controles administrativos, los modos híbridos se mueven en un rango intermedio entre las jerarquías y los mercados. Preservan la autonomía de la propiedad y alientan la adaptación autónoma. Pero en la medida en que existe dependencia bilateral, los contratos de largo plazo son soportados por salvaguardas contractuales y por un aparato administrativo. Esto facilita las adaptaciones cooperativas, pero al costo de la atenuación de incentivos. Los modos híbridos se caracterizan por incentivos de mediana intensidad y un grado intermedio de aparato administrativo, despliegan adaptaciones también de mediana intensidad de ambas clases y operan bajo un régimen de contratos legales con fuerza cuasi legal.

A medida que las inversiones en activos específicos se profundizan, serán

necesarias respuestas coordinadas toda vez que se presenten disturbios importantes. En este sentido, los incentivos de alto poder de los mercados impiden que aquí pueda haber adaptabilidad dado que cada parte querrá apropiarse lo más que pueda de las ganancias potenciales que surgen de la adaptación. Cuando las partes bilateralmente dependientes no pueden llegar rápida y fácilmente a un acuerdo a consecuencia de su incapacidad negociadora, se incurren en costos de mala adaptación. Por ello, es dable esperar que estas transacciones se transfieran desde el mercado a la jerarquía aunque se pueda incurrir en costos burocráticos, dado que los mismos pueden ser más que compensados por las ganancias de adaptación.

La hipótesis general de la ECT establece que el objetivo de la organización económica es alinear las transacciones (que difieren en sus atributos) con las formas organizacionales (que difieren en sus costos y competencias) de manera de minimizar los costos de transacción.

Las transacciones difieren en sus atributos en lo que concierne a la frecuencia con que ellas ocurren, al grado y tipo de incertidumbre a la que están sujetas y a la existencia de activos específicos. También las formas organizacionales difieren en sus costos y competencias, según la intensidad de incentivos, los controles administrativos y su capacidad de adaptación. Cuando existen transacciones que no son ni predominantemente autónomas ni bilaterales, se organizan frecuentemente bajo un modo híbrido. Consecuentemente, existe un rango intermedio de activos específicos para los que la mezcla de adaptaciones podría ser superior a las adaptaciones de tipo A y tipo C que soportan los mercados y las jerarquías respectivamente. El planteo Williamsoniano destaca que las transacciones sujetas a oportunismo ex post se beneficiarán si se puede elaborar protecciones apropiadas ex ante. Por lo tanto, en lugar de responder al oportunismo con oportunismo, el negociador sabio tratará de dar y recibir compromisos creíbles. Los incentivos pueden, entonces, realinearse o pueden crearse estructuras específicas para la organización de las transacciones.

**Cuadro 4.-** Características de las formas organizacionales.

<i>Principales Atributos</i>	<i>Formas Organizacionales</i>		
	<i>Mercados</i>	<i>Híbridas</i>	<i>Jerarquías</i>
<b>Instrumentos</b>			
Intensidad incentivos	Fuerte	Intermedio	Débil
Controles administrativos	Débil	Intermedio	Fuerte
<b>Adaptación</b>			
Autónoma	Fuerte	Intermedio	Débil
Cooperativa	Débil	Intermedio	Fuerte
<b>Ley Contractual</b>	Fuerte	Intermedio	Débil

Fuente: elaborado por los autores en base a Williamson (1996).

Williamson cuestiona la tradición metodológica de evaluar la eficiencia comparando una forma actual de organización con algún ideal hipotético, dado que ésta puede ser errónea o equivocada por tres motivos. En primer lugar, todas las formas posibles de organización son imperfectas y, por lo tanto, la comparación operativamente relevante debe hacerse entre formas alternativas factibles. En segundo término, si una de las alternativas bajo comparación existe, deben realizarse concesiones a favor de los que están en función. Esto es, aún si el modo A es juzgado ineficiente con relación al modo B tras una simple comparación, si el modo A está funcionando y el modo B tiene costos de organización e implementación, entonces el modo A puede prevalecer. En tercer lugar y relacionado con lo anterior, puede no ser posible implementar B por falta de apoyo político. Por todo lo anterior, el test apropiado para estudiar “fallas” de todo tipo es el de remediabilidad: un resultado para el cual no es posible describir e implementar una alternativa posible superior con ganancias netas debe presumirse eficiente. En este razonamiento, es el marco institucional el que define la solución eficiente. No existe la eficiencia “en abstracto”, sino con relación a un determinado marco institucional. No debe olvidarse que el análisis entre formas organizacionales o instituciones económicas debe realizarse de forma discreta, o sea comparando sistemas alternativos entre sí.

En síntesis, el marco institucional (jurídico-político y social), las formas organizacionales (mercados, firmas, híbridos) y las características concretas de las transacciones (especificidad de activos, frecuencia e incertidumbre) determinan conjuntamente la magnitud potencial de la “expropiación oportunista”. Por lo tanto, las



instituciones afectan la organización y los resultados económicos. En términos de los resultados centrales de la ECT, queda claro que las transacciones que involucran más riesgos contractuales (y, por lo tanto, que requieren mayor monitoreo) son las que tienden a organizarse a través de formas más jerárquico-burocráticas, mientras que las transacciones más estandarizadas y de menor riesgo contractual tienden a organizarse de manera más mercantil.

A efectos de avanzar en los atributos que caracterizan a las actividades financieras y, en particular, a las desarrolladas por las diversas entidades multilaterales de asistencia financiera, revisamos en la sección siguiente los conceptos fundamentales que aporta la microeconomía bancaria al respecto.

## **2.2.- La visión de la microeconomía bancaria**

La ECT es una teoría general sobre las transacciones económicas. Sin embargo, los mercados financieros tienen características particulares que los diferencian de otros mercados de bienes y servicios. Por lo tanto, es necesario ahondar en las mismas para poder integrarlo al análisis desde la perspectiva de la ECT.

Los mercados financieros tienen una característica única respecto de los restantes mercados: existe una distancia temporal entre lo que una parte entrega y la compensación de la contraparte. En forma adicional, las partes integrantes de la transacción cuentan con distinta información tanto sobre las características del que recibe el dinero, como de los usos a los que pretende aplicar los mismos. En los hechos, el prestamista puede o bien desconocer las características del prestatario, en términos de la calidad de los proyectos a los que pretende aplicar los fondos -problema de selección adversa-, o bien desconoce el esfuerzo que el prestatario hará para repagar los fondos -problema de riesgo moral-. En cualquier caso, ya sea porque el proyecto al que se aplican los fondos es malo, o porque el prestatario no tiene incentivos a esforzarse de forma debida ya que el dinero no es propio, esta asimetría de información genera un riesgo de que el dinero prestado no sea recuperado por parte del prestamista.

Una forma de mitigar los riesgos es contratar ex ante sobre los mismos, de forma de reducir el riesgo moral o mitigar los problemas de selección adversa. Pero ello es difícil, ya que según lo visto en la sección anterior si los son incompletos y los individuos oportunistas, se requiere instrumentar mecanismos ex post para salvaguardar las

transacciones, en vista de la existencia de activos específicos. En este caso, cualquier mecanismo contratado ex ante requerirá ser evaluado por el prestamista o un tercero en caso de existir divergencia entre las partes. Sin embargo, es costoso verificar los distintos estados de la naturaleza que explican los resultados de los proyectos aplicados por los prestatarios (Freixas y Rochet, 2006). Este problema se magnifica en el caso de países: en primer lugar, porque el resultado del problema al que se aplica los fondos depende de una multitud de variables y de una multiplicidad de agentes, y es difícil determinar el origen de la falencia; y en segundo, porque a diferencia de los particulares, existen dificultades para hacerse de los activos de países en caso de incumplir con sus obligaciones.

La teoría económica contemporánea es clara en cuanto a que las asimetrías informacionales (en todas sus versiones: selección adversa, riesgo moral y verificación costosa de estados de la naturaleza) son las que explican la naturaleza de la actividad bancaria. Tanto la existencia de intermediarios financieros, como su coexistencia con los mercados financieros se explican de manera sustancial por la presencia de información asimétrica y los consiguientes costos de transacción. Incluso las formas contractuales que caracterizan a la actividad bancaria (principalmente el contrato de préstamos típico) y que se diferencian de los contratos asociados a los mercados financieros tienen su razón de ser en los impactos sobre las transacciones de las asimetrías de información, no siendo suficientes las consideraciones de diversificación de riesgos como factores explicativos. Varios de los procesos que caracterizan la operativa bancaria, como la negociación y las capacidades y los incentivos de renegociar contratos (que también marcan diferencias sustanciales con la operativa de los mercados) tienen su origen en los aspectos informacionales. Las asimetrías de información también dan sustento a la aparición del racionamiento de crédito (en el que deudores potenciales solventes no acceden a financiamiento).

En estructuras de relacionamiento en las que predominan las asimetrías de información, se generan incentivos perversos con respecto a la toma de riesgos. En particular, un intermediario financiero tiene estímulos a una toma excesiva de riesgos, con respecto a los que tomarían los inversores atomizados. Una de las razones básicas de la regulación bancaria justamente refiere a representar a aquellos depositantes no sofisticados (los que por su dimensión económica no están en condiciones de incurrir en costos de monitoreo de la actividad de los bancos), resolviendo de esa manera un problema de acción

colectiva.

Por lo tanto, a la hora de analizar los roles de los organismos financieros y los atributos de las transacciones financieras, es imprescindible considerar la necesidad de incurrir en costos para mitigar las asimetrías informacionales, constituyendo así, costos de transacción.

Los activos financieros cumplen dos funciones: la redistribución de fondos entre agentes excedentarios y superavitarios; y la redistribución de riesgos (Fabozzi et al, 1996). Al adquirir un activo financiero, el agente prestamista transfiere recursos a otro agente -el prestatario- que no dispone de recursos para aplicar a su proyecto de inversión. Una forma alternativa es transferir liquidez, en aquellos casos en que el deudor tiene activos ilíquidos y está restringido en liquidez para hacer frente a sus obligaciones. En segundo lugar, los activos financieros permiten distribuir los riesgos inherentes a un proyecto a futuro. Toda vez que un agente recibe dinero de distintas fuentes distribuye entre ellos una parte del riesgo, el que sería mayor si compromete una de ellas todo el monto.

Sin embargo, cumplir estas funciones implica riesgos (Freixas y Rochet, 2006). El principal riesgo es que el prestatario incumpla sus obligaciones (riesgo de crédito). En este caso, el flujo de pago se detiene y el prestamista tiene que hacer frente a la pérdida o ejecutar las garantías que el prestatario haya establecido. Otros dos riesgos refieren a los descalces monetarios que surgen tanto si el retorno está estipulado en la misma moneda del préstamo, como si está en distinta moneda. En el primer caso, si la tasa de interés no ajusta considerando la pérdida de valor de la moneda el monto recuperado -descontado- puede ser inferior al prestado (riesgo de poder de compra). En el segundo, si la monedas en las que están establecidos el monto prestado y los pagos periódicos que sirven de contraparte difieren, existe el riesgo de que este descalce lleve a que el monto del repago sea menor o que el prestatario no pueda asumir el mismo (riesgo de tipo de cambio). Este segundo riesgo es el más relevante en casos de países, en la medida en que los préstamos que reciben tienen que repagarlos en monedas que, en los contextos macroeconómicos que se estudian, incrementan en forma importante su valor en moneda local.

Los intermediarios financieros de crédito tradicionales vinculan agentes que tienen excedentes financieros con aquellos que tienen déficit. Facilitan el flujo de recursos entre agentes, que de otra forma no transarían entre sí debido a los altos costos involucrados. En este rol de intermediarios, toman prestado a una tasa -pasiva- por el uso de los recursos de

los depositantes, y prestan a una tasa -activa- a aquellos agentes que necesitan financiamiento para llevar a cabo sus proyectos. La diferencia entre las tasas refleja tanto el costo de oportunidad de los fondos, como los costos de transacción que enfrentan los intermediarios.

Los mercados financieros son aquellos donde se transan activos financieros. Tienen tres funciones básicas: fijar el precio de los activos, proporcionar liquidez y reducir los costos de transacción (Fabozzi et al, 1996). Como todo mercado, su principal función es establecer un valor para los productos que se transan. En este caso, los productos transados son activos financieros y el rol de los mercados es proporcionar un valor presente al derecho sobre pagos futuros. Este precio toma en consideración los riesgos asociados al título: cuanto mayores sean los riesgos, menor será el precio. Por tanto, a diferencia de los productos no financieros en los cuales el precio está determinado por el bienestar presente que otorga a quien lo adquiere, los activos financieros implican una expectativa de fondos a futuro y todos los elementos que influyan en la expectativa también lo harán sobre el precio del mismo.

En segundo lugar, los mercados financieros son el lugar para hacer líquidos los títulos. Los activos financieros son un derecho a un flujo futuro de pagos, por lo que los mercados permiten adelantar este flujo -descontado- de fondos a través de su transferencia entre agentes. Por último, los mercados financieros reducen los costos de transacción asociados al intercambio de activos, en particular dos: los costos de búsqueda y los de información. Los costos de búsqueda son aquellos asociados a anunciar la intención de desprenderse o adquirir un activo financiero, así como el valor tiempo de la espera asociada hasta encontrar la contraparte. Por su parte, los costos de información son aquellos asociados a evaluar el mérito de invertir en un determinado activo financiero.

Los intermediarios financieros cumplen una serie de funciones (Freixas y Rochet, 2006). En primer lugar, tal como ya se explicó, permiten reducir los costos de transacción asociados a la supervisión y monitoreo de los deudores. Los intermediarios financieros tienen un rol de monitoreo delegado (Holmström y Tirole, 1997), dado que presentan economías de escala en las tecnologías de supervisión de los proyectos y los prestatarios respecto a las que tendrían los prestamistas individuales. En segundo lugar, son una fuente de recursos líquidos que dan cobertura en caso de shocks idiosincráticos de liquidez no correlacionados que afectan los patrones de consumo (Diamond y Dybig, 1983). Al generar

un pool de liquidez, le permite a los prestatarios disponer de recursos en condiciones en que no pueden liquidar activos en forma rápida.

En el despliegue de su actividad, los intermediarios financieros no sólo otorgan acceso a liquidez y a los respectivos sistemas de pagos, sino también deben transformar los activos que intermedian. El hecho de que las características de los activos que ofrecen los depositantes no coinciden con las de los activos que demandan los deudores hace que la intermediación no sea un simple pasamano de recursos, sino que en el proceso se transformen los activos de manera sustancial. Esto lleva a que se separen los contratos de depósito y préstamos y, por lo tanto, el intermediario asuma riesgos propios. Típicamente, se transforman la unidad de denominación, las características de riesgos y retornos y la madurez de los activos intermediados. Mientras los depósitos tienden a ser atomizados, de bajo retorno y bajo riesgo y de corto plazo, el financiamiento de proyectos tiende a ser de montos mayores, con mayor riesgo y mayor retorno y requiere un período más largo de maduración para arrojar resultados.

En la medida en que el intermediario asume riesgos en la transformación de activos, es razonable que también se constituya como un agente especializado en la identificación, evaluación, valoración, mitigación y diversificación de riesgos. Esta es otra de las funciones que se suma a la de la búsqueda y el procesamiento de información.

Tanto en la función de monitorear a cuenta de los inversores atomizados como en la de proveer un seguro más eficiente de liquidez, los intermediarios financieros resuelven problemas de acción colectiva y aprovechan economías de escala y alcance en las tecnologías de transacción, a efectos de mitigar los costos asociados principalmente a las asimetrías de información. Desde este punto de vista, los bancos pueden concebirse como coaliciones para optimizar seguros de liquidez y mitigar costos de transacción derivados de la información asimétrica, a través de las actividades delegadas de monitoreo y supervisión. En síntesis, los organismos financieros, deben visualizarse como seguros de liquidez y como agentes que controlan las acciones de los prestatarios.

Cabe agregar que hay otros aspectos de la actividad de intermediación que también son abordados por la microeconomía bancaria contemporánea y que hacen a la evaluación que se propone este documento. Uno de ellos refiere a la comprensión de las motivaciones de los deudores a repagar o a incumplir. Tanto los modelos de amenazas (por ejemplo, la de terminar una relación crediticia sistemática si hubiera un incumplimiento), como los de

*default* estratégico y costos de reputación contribuyen a entender la estructura de incentivos de un deudor en condiciones de riesgos contractuales serios. Un tema adicional tiene que ver con el uso y el rol que cumplen las garantías en el proceso de préstamos. Con respecto a esto, queda claro que la utilización de garantías no está fundamentada en consideraciones de repago total o parcial del crédito ni en consideraciones de riesgo, sino en el impacto de las asimetrías de información. De no existir tales asimetrías, las garantías no tendrían mayor relevancia, porque la fijación del precio (tasas de interés) se podría realizar en función de riesgos observables.

Los aspectos reseñados arrojan luz a la hora de comprender los atributos de las diversas transacciones financieras en términos de riesgos financieros y contractuales y, por lo tanto, incidirán en la necesidad de generar estructuras de gobierno adecuadas para mitigar los costos de transacción asociados a dichos riesgos.

### ***3.- Riesgo y gobierno corporativo de los organismos multilaterales***

Esta sección se focaliza dos aspectos. En primer lugar, se presentan algunas características diferenciales que tienen los organismos financieros multilaterales respecto de los bancos, concebidos como intermediarios financieros tradicionales. Las principales diferencias se concentran en las fuentes de financiamiento, las características de los prestatarios y la estructura para aprobar las iniciativas y los créditos. En segundo lugar, se aplica la metodología propuesta por la ECT para presentar los atributos salientes de las transacciones de organismos multilaterales de asistencia financiera y su relación con sus respectivas estructuras de gobierno corporativo.

#### **3.1.- Peculiaridades de las entidades de financiamiento internacional**

Si bien países, empresas y consumidores son agentes con características diferentes, en los hechos los problemas de asimetría de información subsisten y, en el caso de tratarse de países, pueden incluso magnificarse. Por lo tanto, los mecanismos de salvaguardas para mitigar conductas oportunistas son necesarios independientemente de las características de los agentes.

Existen al menos dos dimensiones en las que los organismos de financiamiento internacional difieren notoriamente de los bancos tradicionales. En primer lugar, las instituciones de financiamiento internacional tienden a financiarse con aportes propios de los países miembros, los que con posterioridad se traducen en préstamos.<sup>5</sup> En particular, estas instituciones se encargan de reunir recursos en un fondo común, para cumplir con algún objetivo (proporcionar liquidez, financiar programas sociales o proyectos de infraestructura, etc.). En los hechos, a diferencia de los bancos tradicionales, no existe intermediación financiera en sí misma en la concepción de intermediación entre agentes deficitarios y superavitarios de recursos, sino la constitución de un *pool* de recursos para que los mismos estén disponibles en el caso en que alguno de los países miembros los requiera. Como en cualquier mecanismo de seguro, los riesgos no deben estar muy correlacionados, dado que la clave para que el mismo funcione refiere a que los países miembros no requieran de los fondos todos a la vez, asociados a un mismo shock. Ello plantea un problema para la tesis de un banco monetario regional: la correlación de los efectos de los diversos shocks entre los países miembros debe ser un ingrediente fundamental del análisis. En efecto, si todos los países de la región se ven afectados de similar manera por el mismo shock, entonces la utilidad de un banco monetario regional se reduce (Agosin y Heresi, 2011).

En segundo lugar, los bancos tradicionales mitigan las asimetrías de información y los consiguientes riesgos exigiendo la constitución de garantías, lo que no es tan directo en el caso de países soberanos, en la medida en que los bienes de los países son inembargables. Por tanto, en la asignación de créditos intervienen otros factores que hacen a la evaluación por parte del organismo prestamista de las medidas que llevan al país a su recuperación, en primer lugar, y al repago del préstamo, en segundo lugar. Los elementos de reputación del país en los mercados de deuda internacionales tienen un efecto secundario sobre los créditos de los bancos internacionales. Algunos países de América Latina, por ejemplo, tienen que pagar tasas muy importantes para acceder al crédito directo en los mercados de capitales, pero acceden a préstamos del Banco Mundial (BM) o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) a tasas más razonables, principalmente porque se utilizan aparatos de monitoreo específicos y tienen vínculos relacionales más

---

5 Existen algunas excepciones a esta regla, como es el caso de la Cooperación Andina de Fomento (CAF), que complementa su financiamiento con emisión de títulos y deuda en los mercados de capitales internacionales y préstamos de bancos privados, aprovechando su ventaja en materia de calificación de riesgo crediticio.

permanentes.

Williamson (1996) aplica su lógica conceptual a los mecanismos del financiamiento corporativo, destacando que los mismos difieren más allá de las condiciones estrictamente financieras y de riesgos y retornos explícitos. En particular, enfatiza que financiarse con deuda o con capital constituyen dos formas alternativas de organizar la transacción referida, de manera que la primera refleja condiciones más “de mercado”, mientras que la segunda opera de manera más “burocrático-jerárquica”. Por lo tanto, ambas formas organizacionales trasuntan la estructura de costos y competencias que ya fueron enumeradas en la sección precedente. En el caso del financiamiento con capital, existe un mayor involucramiento de las partes, los desajustes se resuelven en forma cooperativa y, en general, apelando a contactos burocráticos más que a los sistemas judiciales. En cambio, cuando los países colocan deuda en los mercados de financiamiento voluntario, las partes toman decisiones de manera autónoma más que cooperativa y la forma de resolución de los conflictos es a través de las instancias judiciales.

Extrapolar esta asociación entre atributos de las transacciones de financiamiento y formas organizacionales establecida por Williamson, puede ser útil para entender el rol del instrumento de deuda soberana y de préstamos de organismos internacionales para los países como estructuras de gobierno de la transacción que difieren de manera discreta y sustantiva. Para los países, la colocación de títulos soberanos en los mercados de crédito voluntario se asemeja a un mecanismo “de mercado”, donde la intrusión de los prestamistas es baja, pero la respuesta autónoma a señales da lugar a una alta intensidad de incentivos. Por ejemplo, perspectivas negativas sobre la situación macroeconómica de los países provoca incrementos importantes en los costos de financiamiento. Al no poder comprometer activos para el pago de su deuda, los países quedan librados a las perspectivas auspiciosas para lograr financiamiento en los mercados internacionales de crédito a tasas adecuadas. Ello también explica el comportamiento de manada o estampida que sufren los títulos cuando los inversores detectan problemas en la capacidad de repago de los países.

Por su parte, el financiamiento otorgado por los organismos multilaterales reflejan más una forma organizacional de corte más “burocrático-jerárquico”, haciéndose además más compleja para el caso de países que para el de empresas. Efectivamente, un factor que complica esta relación refiere a las dificultades para constituir garantías sobre los créditos.



En las finanzas de empresas, los accionistas generan derechos de control sobre la misma y derechos residuales sobre las rentas (generando costos de supervisión directa), en el caso del mecanismo de deuda, las garantías son el mecanismo que mitiga las asimetrías informacionales y los costos de monitoreo directo. En el caso de países, al complicarse la conformación de garantías, quienes otorgan crédito tienden a generar mecanismos más intrusivos que en el caso de las empresas. En algunos casos, sobre todo cuando hay países donantes que no reciben créditos de los organismos multilaterales, éstos prestan contra condicionalidades (de mayor o menor peso según la situación y la institución), que los países tienen que cumplir para habilitar los desembolsos. El supuesto implícito sería que, al cumplir las condiciones, el país estaría en mejor situación para hacer frente al repago de la deuda y a no regenerar los problemas que ocasionaron la solicitud de asistencia. Alternativamente, los bancos con perfil de desarrollo prestan para actividades y proyectos específicos (por ejemplo de carácter social o de infraestructuras), una vez analizados de manera particular. En estos casos, una vez que la entidad aprueba un préstamo para un proyecto concreto, los recursos no quedan libremente disponibles para el país receptor del crédito, sino que cada gasto requiere autorización previa del organismo.

### **3.2.- Atributos de las transacciones de los organismos de financiamiento internacional**

La sección anterior presentó diferencias entre los intermediarios financieros para financiar personas y empresas y los organismos de asistencia multilateral para países. En particular, la forma en la que se financian los organismos y la posibilidad de establecer garantías sobre los préstamos incrementan los problemas microeconómicos de riesgo moral, selección adversa y verificación costosa de los estados de la naturaleza. Por tanto, más que nunca, el lado *ex post* del contrato es relevante en los términos de la ECT. No sólo es importante analizar el contrato inicial óptimo para mitigar las asimetrías de información, sino que se hace aún más relevante la forma de organizar la transacción para salvaguardarse de conductas oportunistas. La forma de organización económica debe mitigar riesgos contractuales que la propia estructura de incentivos de la transacción no resuelve.

A efectos de evaluar los aspectos referidos a la estructura de gobierno corporativo, corresponde analizar cuáles son los atributos salientes de las transacciones que típicamente llevan adelante las entidades multilaterales de asistencia financiera. Esta caracterización nos permitiría comprender en mayor profundidad por qué las estructuras de gobierno de

cada organismo difieren de manera tan saliente.

Un primer atributo a ser tenido en cuenta refiere a las necesidades financieras que atienden. De manera amplia, las demandas que satisfacen pueden agruparse en tres grandes categorías. La primera está constituida por los recursos que los países requieren derivados de la presencia de desequilibrios macroeconómicos. Entre ellos se incluyen problemas de liquidez, desajustes imprevistos de corto plazo en balanza de pagos, fuertes fugas de capitales e interrupciones del financiamiento externo.<sup>6</sup> Para enfrentar estas dificultades, que en general refieren a la necesidad de liquidez en el corto plazo, los países requieren disponer de financiamiento de manera rápida para resistir las turbulencias.

Una segunda categoría refiere al financiamiento de proyectos de desarrollo económico y social. En este caso, y en base a recomendaciones respecto al impacto que las mismas tienen sobre el desarrollo de la economía, se financian proyectos que tienen impacto económico o social demostrado. Estos proyectos incluyen medidas para reducir la pobreza, construir infraestructura (carreteras, puentes, plantas generadoras de electricidad, reorganización del transporte, etc.) o apoyar programas de educación, entre otros. La elección de los proyectos se realiza en base a las investigaciones que generan los propios organismos y que sirven de sustento para que los directorios elijan el apoyo de los programas. A su vez, tienden a alinearse con los objetivos y las prioridades de los países miembros. Si bien se financian los proyectos específicos (que son los que se analizan en particular), normalmente se integran a estrategias más generales que son visualizadas como adecuadas y creíbles por parte de las entidades financiadoras.

Por último, los organismos pueden financiar desbalances fiscales y de falta de sustentabilidad de las cuentas públicas. En estos casos, el origen del problema económico radica, en la mayoría de los casos, en *shocks* para los cuales las economías no estaban preparadas para recibir o en inconsistencias en el conjunto de las políticas macroeconómicas exhibidas. Ello implica que el financiamiento se otorga contra un programa de ajuste o contra una serie de condicionalidades. En la medida en que no existen mecanismos para garantizar los préstamos y que la incertidumbre respecto de los resultados de las medidas es importante, se tejen complejos acuerdos que restringen en forma muy importante el accionar del deudor y condicionan la entrega de los recursos a la ejecución de los ajustes establecidos. La asistencia en tiempo, forma y en montos

---

6 Un desarrollo de estos requerimientos se puede encontrar en Agosin y Heresi (2011).

adecuados es crucial para que las respectivas autoridades tengan el tiempo y el margen de maniobra para reordenar la situación y, eventualmente, iniciar las reformas necesarias.

Un segundo atributo relevante refiere a las dimensiones relativas del financiamiento requerido. En primer lugar, el monto absoluto del crédito. Magnitudes diferentes implican riesgos no comparables y, por tanto, requieren salvaguardas diferenciales para mitigar los problemas de selección adversa y de riesgo moral de los países receptores. Dicho de manera directa, cuanto mayor es el monto, mayores son los riesgos y, por ende, mayores las condicionantes para que los recursos sean desembolsados. Incluso la magnitud afecta los procesos de negociación, aprobación y verificación de condiciones y los tiempos necesarios para llevar adelante las operaciones. En los casos en los que el tiempo es un factor relevante para la solución de los problemas, la demora en el acceso a los recursos puede transformarse en un obstáculo adicional o incluso hacer ineficaz la asistencia. En definitiva, cuanto mayor sea el monto de financiamiento mayor será el plazo que deberá esperar el prestatario para disponer de los fondos y mayores los requerimientos a los que estará sujeto.

En un marco de riesgo moral, que implica la posibilidad de que el prestatario relaje su comportamiento una vez que reciba el financiamiento, se inscriben dos elementos que caracterizan a los préstamos de montos relevantes. Por un lado, los fondos nunca se entregan en un solo pago sino que se realizan en plazos preestablecidos. Por otro, los desembolsos se realizan contra cumplimientos de metas pre acordadas en el contrato de préstamo o en los acuerdos generales. Estos aspectos contribuyen a reducir el riesgo financiero y contractual, principalmente en contextos de incertidumbre económica y política.

En la literatura económica, se pueden ver los desarrollos referidos al ablandamiento de las restricciones presupuestales, tanto derivados de la falta de generar compromisos creíbles por inconsistencia temporal de las decisiones, como de las expectativas de ayuda externa condicionada por las relaciones políticas. Con respecto al primer caso, Dewatripont y Maskin (1995) agregan otra dimensión a la discusión: los incentivos a renegociar los términos del préstamo original. Si el intermediario financiero elige un proyecto de financiamiento en forma equivocada, un proyecto malo en términos de que la maduración del mismo requiere un plazo mayor al previsto originalmente, puede verse en la obligación de tener que renegociar el contrato si los flujos de repago se extienden más allá de los

plazos originalmente pactados. Los autores señalan que una forma de mitigar los problemas de renegociación de la deuda es limitar el monto que maneja la institución, de forma de hacer creíble *ex ante* la liquidación del proyecto y ayudar a la selección de proyecto buenos. Este problema se encuentra presente en las distintas crisis financieras de algunos países europeos, donde la importante cantidad de recursos de que disponen los organismos financieros internacionales hace poco creíble la negativa a los desembolsos, lo que relaja o dificulta el cumplimiento de las condicionalidades impuestas. Manejar montos reducidos contribuye a la credibilidad de los compromisos de liquidación, ante las posibilidades de renegociar los créditos otorgados. Por su parte, el enfoque político y de estado paternalista del ablandamiento de las restricciones financieras es desarrollado en extenso por Kornai (1992) y complementa la visión de que los riesgos contractuales están condicionados por el contexto jurídico-político-institucional y que, por lo tanto, las formas organizacionales óptimas deben dar cuenta de ello a la hora de diseñar las salvaguardas del caso.

Un aspecto adicional a ser tomado en consideración consiste en que los países disponen de múltiples ventanillas a las que acudir cuando requieren financiamiento. Los distintos organismos de crédito internacional, así como el propio mercado de capitales, se transforman en fuentes de financiamiento alternativa que difieren en sus virtudes y falencias. Con relación a los organismos de crédito internacional cada uno difiere en el tipo de financiamiento que otorga, los montos que puede financiar, las condiciones que establece para otorgarlo y los plazos en los que el mismo está disponible. La solicitud de financiamiento a una institución en particular es endógena a estas características, lo que posiciona a cada institución en distintos lugares del abanico de fuentes de asistencia posibles. Desde la perspectiva de cada país, lo ideal es tener a disposición la mayor cantidad de ventanillas posibles, comenzando por los mercados de crédito voluntario. En ese caso, cada país elegirá la fuente a la que acudir en función de cada situación concreta. Por lo tanto, desde la perspectiva de las entidades multilaterales, es importante tener claridad acerca de cuáles son las virtudes y las debilidades que ofrece, a efectos de ser atractivas para los demandantes de recursos, según sus mandatos institucionales y según el perfil en el que deseen posicionarse.

Un último atributo de las transacciones de los organismos multilaterales de crédito refiere a que se podría llamar un problema de agencia inverso. Como fuera señalado, el

financiamiento de los organismos de crédito internacional proviene de los aportes que realizan los propios países miembros. Sin embargo, el aporte difiere según el tamaño relativo del país (países más grandes aportan mayor cantidad de fondos) y el grado de desarrollo relativo del mismo, pero también difiere el acceso que estos países tienen al financiamiento. Por ejemplo, en el FMI, los Estados Unidos aportan un 17,69% de los fondos<sup>7</sup> -es el principal aportante- pero nunca han recibido dinero ni esperan hacerlo. El caso de la iniciativa Chiang Mai es similar: China y Japón son los mayores aportantes y sin embargo tienen derecho a obtener la mitad del dinero aportado en concepto de préstamos. En el otro extremo, Laos y Brunei tienen los menores aportes pero pueden acceder a créditos por hasta cinco veces el monto aportado.<sup>8</sup> Esto genera la figura de países que son donantes y que, por lo tanto, tienen una estructura de incentivos diferente del resto de los países miembros, dado que enfrentan un esquema de riesgo moral exacerbado. En el caso de la CAF, ha sido explícita la intención de evitar justamente que existan países “donantes” relevantes, a efectos de no alterar la estructura de estímulos y las características del gobierno corporativo de dicho banco.

Mientras que en el gobierno corporativo de las empresas, el problema pasa por restringir las posibles expropiaciones de los accionistas mayoritarios a los minoritarios (Shleifer y Vishny 1998; La Porta *et al* 1998 y 2000), en el caso de las entidades multilaterales son los accionistas minoritarios los que tienen incentivos a utilizar más relajadamente los recursos de los mayoritarios. Ello exacerba el problema del riesgo moral de los países que buscan financiamiento: tienen disponibles líneas de crédito mucho mayores a las de países con mayor tamaño relativo. En el caso de América Latina, Brasil es la séptima economía mundial, mientras que el país que sigue es Argentina en el lugar 21 y con un tercio del tamaño relativo.<sup>9</sup> Este problema inverso de agencia explica por qué los países de mayor tamaño relativo, que no aspiran a ser asistidos financieramente, son los que a su vez inciden en mayor grado en las condicionalidades: tienen un interés mayor en juego, porque asumen riesgos incrementales. Relajar las condicionalidades puede ayudar a los países a recuperarse, pero también exacerba los problemas de agencia y de riesgo moral de la transacción.

Los atributos de las transacciones que llevan adelante las entidades multilaterales

---

7 Ver <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#U>. Visitado el 23 de noviembre de 2013.

8 Ver [http://en.wikipedia.org/wiki/Chiang\\_Mai\\_Initiative](http://en.wikipedia.org/wiki/Chiang_Mai_Initiative). Visitado el 23 de noviembre de 2013.

9 Ver [http://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Pa%C3%Adses\\_por\\_PIB\\_%28PPA%29](http://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Pa%C3%Adses_por_PIB_%28PPA%29). Visitado el 23 de noviembre de 2013.

de crédito (tanto globales como regionales) condicionan la forma organizacional que adoptan para resguardar su solvencia y su continuidad. Las necesidades financieras que atienden difieren en sus riesgos: no es lo mismo financiar un proyecto de desarrollo o pobreza cuando el país se encuentra estable o creciendo, que un ajuste de balanza de pagos en medio de una crisis de confianza. Las dimensiones del financiamiento cambian: no es lo mismo buscar financiamiento para situaciones coyunturales que para financiar cambios estructurales. Los problemas de agencia se exacerban entre países con distinto tamaño relativo y grado de desarrollo. Por tanto, distintos atributos de las transacciones se expresan en riesgos financieros y contractuales diversos, los que a su vez se conjugan con distintas formas organizacionales.

Los diversos organismos internacionales constituyen ventanillas diferenciadas, ya que tienen énfasis diferentes en las características de su financiamiento, en la composición de sus miembros y en las estructuras y condiciones de monitoreo y supervisión. El cuadro que sigue procura dar una imagen gruesa de algunas entidades en términos de los financiamientos que otorga (liquidez, balanza de pagos, proyectos de desarrollo y desequilibrios macro-fiscales), de magnitud de los montos asignados, de la presencia de países “donantes” y de las capacidades de su estructura de monitoreo, tanto las de selección y condicionamientos (*ex ante*) como las de verificación y control (*ex post*), culminando con una medida de resumen acerca de la “dureza” del gobierno corporativo.<sup>10</sup> En el caso del Acuerdo de Chiang Mai, las consideraciones de monitoreo se separan en dos, debido a que dependen del tamaño de la asistencia financiera. En particular, para los casos en que se requiere un financiamiento grande, los países miembros requieren tener vigente un acuerdo con el FMI, con las características de negociación y condicionalidades que ello implica.

---

<sup>10</sup> Evidentemente, este cuadro constituye una caricatura de estos elementos, la cual está sujeta a visiones diversas y a salvedades en circunstancias puntuales. No obstante, los autores creen que refleja adecuadamente los aspectos sustanciales que son necesarios para ilustrar el razonamiento que se presenta.

**Cuadro 5.-** Características institucionales de los organismos multilaterales de crédito.

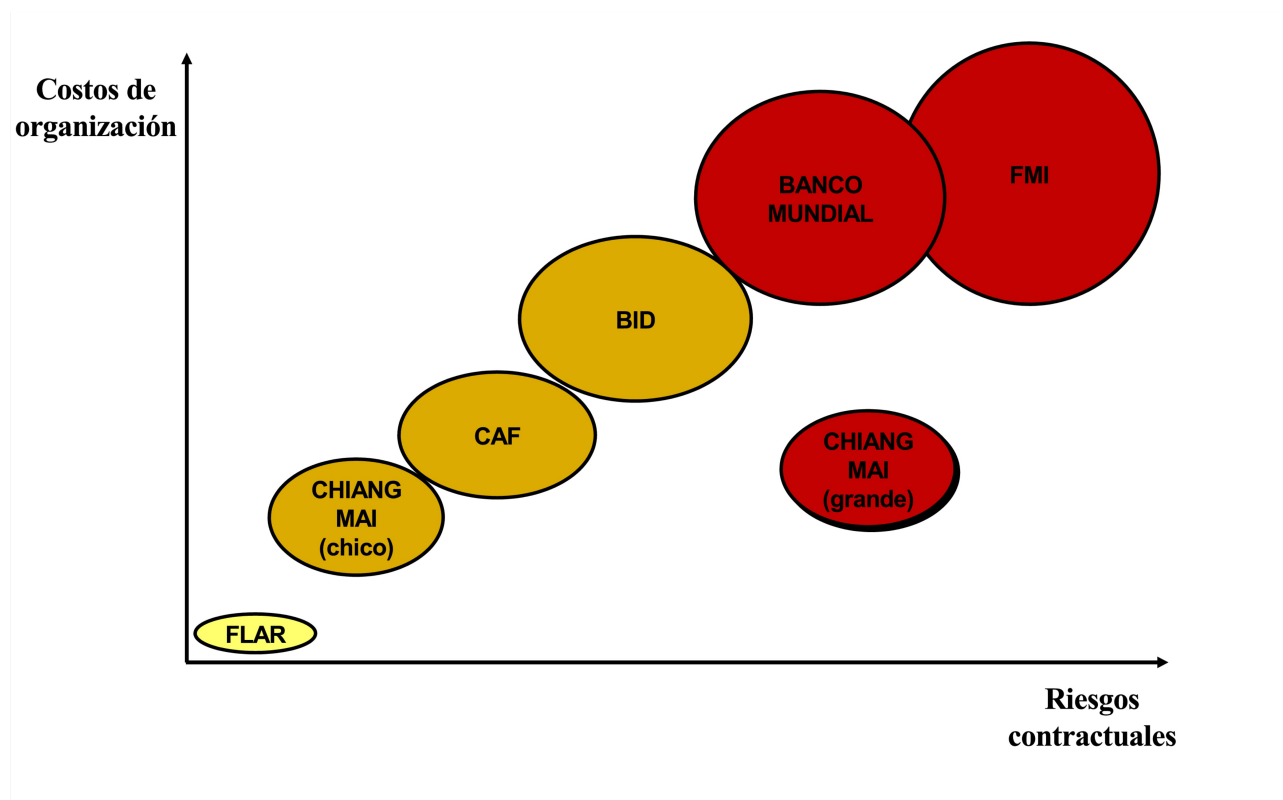
	FINANCIAMIENTO			MONTOS	DONANTES	MONITOREO		“DUREZA” GOBIERNO CORPORATIVO
	LIQ./ BP	PROY. DES.	FISC.			EX ANTE	EX POST	
FMI	+++		+++	+++	+++	+++	+++	+++
Banco Mundial	++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
BID	++	+++	++	++	++	++	++	++
CAF	+	+++	+	++	+	++	++	++
Chiang Mai	+++			++	++	+++(*)	+++(*)	++
						+	+	
FLAR	+++			+		+	+	+

Fuente: elaborado por los autores en base a información de los organismos.

Las características del financiamiento que se otorga determinan los riesgos financieros y contractuales que involucran. A su vez, los riesgos asumidos condicionan: (i) la «dureza» y las características del monitoreo requerido, (ii) la presencia de condicionamientos a los deudores, (iii) las tipologías y, por ende, los costos y la eficacia del gobierno corporativo, y (iv) la dinámica de generación de confianzas entre los países miembros.

En síntesis, mayores riesgos contractuales implican alineamientos con formas organizacionales más burocráticas en el sentido de la Economía de Costos de Transacción. El siguiente cuadro resume, para los organismos de crédito internacional considerados, la relación entre los riesgos financieros y contractuales que los caracterizan y la “dureza” relativa de sus estructuras de gobierno corporativo.

**Figura 1.-** Alineamiento de riesgos y gobierno corporativo.



Fuente: elaborado por los autores en base a la información de los distintos organismos.

#### ***4.- Consideraciones para el desarrollo del FLAR***

Los beneficios macroeconómicos de tener una banca monetaria regional han sido discutidos en forma extensa por Agosin y Heresi (2011). Entre las virtudes que destacan los autores, figuran la constitución de un fondo de estabilidad regional contra los shocks transitorios en los precios básicos, la posibilidad de tender a la armonización de las políticas monetarias entre los países, el incremento de la credibilidad de las condicionalidades en relación al FMI, y, por último, para contener las crisis de confianza en las economías regionales que surgen con motivo del contagio de crisis en otras economías emergentes. No obstante, los autores también señalan aspectos de preocupación a tomar en cuenta a la hora de diseñar estrategias de desarrollo del FLAR como fondo de reservas regional.



El primer problema es el de la correlación de los shocks entre los países. Si las crisis que debe atender el futuro FLAR son regionales o concomitantes en varios países, entonces sus recursos no serían suficientes para paliarla y, por lo tanto, los miembros deberían recurrir, por ejemplo, a créditos contingentes del FMI. La alternativa de que sea el FLAR el que se “financie” con el FMI es aún mucho más compleja, dado que el FMI debería establecer condicionalidades para una institución o un conjunto de países y no existen antecedentes en la materia. Además, los países individuales tienen incentivos a hacer *free riding* sobre los socios mayores, que serán los que tengan que asegurar los préstamos.

En segundo lugar, se encuentra la política económica de una posible integración monetaria. Los intentos de uniones aduaneras, que son pasos previos a la integración monetaria, han tenido resultados poco claros y las medidas de política proteccionistas aún subsisten al interior de los bloques comerciales. En este marco, es poco probable que los países quieran abandonar su control sobre políticas clave que tienen impactos directos sobre el nivel de actividad económica para ponerla bajo control del resto de los países de la región.

Una posible alternativa consiste en visualizar al FLAR en un fondo monetario regional con criterios propios, lo que implicaría dirigir sus objetivos hacia tratar de transformarse en una opción a otras entidades multilaterales, en particular, al FMI. Pero esto debiera hacerse modificando los mecanismos para mitigar el riesgo moral asociado a las operaciones de asistencia crediticia, lo cual conllevaría consensuar modificaciones sustanciales de relaciones y formas organizacionales a efectos de asumir ese rol.

Primero, tiene que establecer claramente en qué circunstancias los países podrían recibir su apoyo. Por ejemplo, no es lo mismo atender a países que sufren de problemas de contagio que aquellos que son origen de la crisis. En primera instancia podría asistir a países que sufran los efectos de contagio en sus economías, mientras aquellos que tengan problemas estructurales deberán seguir recurriendo al FMI. Esta primera división genera un nuevo inconveniente: determinar en qué casos la crisis tiene su origen en el país solicitante y en cuáles es víctima de efecto contagio.

En segundo lugar, tiene que establecer claramente los criterios de ajuste que se requerirán en cada tipo de crisis (ajuste estructural, crisis de balanza de pagos, shock sobre

los precios relativos, etc.). La arquitectura de estos ajustes y los mecanismos de amenaza-sanción para los países no sólo no son sencillos de diseñar, sino que también enfrentan dificultades serias de implementación y viabilidad política. Es natural que las autoridades de los países asistidos (o sus respectivas sociedades y sistemas políticos) tiendan a pensar que los mecanismos adecuados son siempre menos drásticos y complejos que los que imponen los países prestamistas. Pero si la solución no tiene cierto grado de dureza, entonces se exacerban los problemas de riesgo moral.

Una vez más, parece imprescindible incorporar consideraciones referidas al impacto de las estrategias de desarrollo sobre las características centrales de la estructura de gobierno corporativo de la institución, a efectos de evaluar la viabilidad y la voluntad política asociada a las mismas. Los desarrollos previos indicarían que se debe razonar con prudencia. Las formas de funcionamiento actuales del FLAR tienen, como todas, ventajas y debilidades. Parte de su atractivo consiste en permitir asistencias en forma rápida, a tasas razonables y con costos administrativos bajos. En un esquema de múltiples ventanillas disponibles para los países, esta opción se transforma en una alternativa atractiva para circunstancias específicas, en particular cuando se trata de necesidades de liquidez de dimensiones reducidas. Muchas veces, atender en tiempo y forma estas situaciones evita el desencadenamiento de circunstancias aún más complicadas y difíciles de resolver.

Transitar hacia un aumento en el número de miembros es atractivo. Permite incorporar países de mayor tamaño relativo con los cuales discutir las estrategias de crecimiento. A su vez, esto implicaría un incremento sensible de los recursos patrimoniales y de operación del FLAR. No obstante, como ya se discutió, este proceso puede cuestionar los ejes centrales del gobierno corporativo actual, dado que los nuevos miembros (si fueran de mayor tamaño relativo) verían su participación bajo la perspectiva del problema de agencia inverso y buscarían mitigar el riesgo moral asociado. Esto podría, por tanto, debilitar los aspectos que hacen al FLAR una ventanilla atractiva en las circunstancias mencionadas.

Explicitando las guías conceptuales desarrolladas precedentemente, estrategias muy expansivas del FLAR debieran considerar los cambios sustanciales del gobierno corporativo que ellas implican. Un desalineamiento entre los atributos de las transacciones que el FLAR procura procesar y las formas organizacionales que las gobiernan podría

traducirse en ineficacia, cuestionando incluso la efectiva utilidad de la institución. Una sospecha razonable, a efectos de ejemplificar el punto, consiste en pensar que Chiang Mai difícilmente se utilice para montos grandes, dado que requiere atravesar el tortuoso proceso de llegar a un acuerdo de condiciones con el FMI, lo que conlleva costos institucionales muy elevados.

Por lo tanto, se hace imperioso entender adecuadamente cuál puede ser el efectivo atractivo del FLAR tanto para los miembros actuales como para los potenciales entrantes, sobre todo países de mayor dimensión económica relativa. Esto debe hacerse, sobre la base de que el FLAR no actúa de manera aislada y, por lo tanto, que no debe procurar sustituir definitivamente ninguna de las opciones que se presentan en las diversas arquitecturas financieras globales y regionales. Se debe enmarcar el análisis en el enfoque de múltiples ventanillas, destacando en qué dimensiones el FLAR puede ser competitivo. Una mirada primaria a los atractivos del FLAR refiere a que la institución brinda asistencia de liquidez con bajos riesgos (y bajos costos asociados) y con celeridad. Asimismo, el FLAR tiene otra peculiaridad (compartida con la CAF) que le da una señal de identidad: sus miembros son enteramente países emergentes que no sólo aportan capital sino que también esperan obtener financiamiento en las situaciones en que lo requieran. Esto contribuye a generar vínculos estructurales que hacen a cómo se percibe la entidad, con qué relaciones de confianza se tratan los miembros y cuál es la estructura de incentivos para el repago. Si la estrategia de fortalecimiento del FLAR incluye la posibilidad de que eventuales miembros de mayor tamaño no vean a la institución como una fuente efectiva de asistencia, tendrían los estímulos a comportarse como países donantes, lo cual conllevaría a exacerbar la lógica de riesgo moral, demandando más sofisticación, dureza y costos a las actividades de monitoreo en casos en que la exposición a riesgos financieros y contractuales sea excesiva. Anticipando esto, sus incentivos a incorporarse al FLAR comienzan a desvanecerse.

En definitiva, un cambio relevante en el gobierno corporativo del FLAR implicaría costos, tiempos y relaciones de confianza diferentes. Estos aspectos no sólo podrían diluir los atractivos de la entidad como parte de la arquitectura financiera regional, sino que también requerirían definiciones de índole política en cuanto a las características y razón de ser del propio organismo.

Los caminos que se abren como posibilidades de desarrollo de la institución

parecen diferir en forma discreta e implican estrategias sustancialmente distintas. Entre otras cosas, el tamaño de la institución importa. Un sendero posible consistiría en replicar el proceso à la Chiang Mai incorporando a países más grandes de América Latina con sustanciales aportes de capital y de los fondos prestables de la institución. Ello determinaría un incremento de los riesgos financieros y contractuales, exacerbando el riesgo moral de los actuales países y los problemas de renegociación de los créditos. Los países grandes se comportarían como donantes y tendrían exposiciones excesivas, lo que los llevaría a involucrarse en el gobierno corporativo con una lógica diferente a la que rige actualmente. Los mecanismos para mitigar los riesgos serían (i) desarrollar un aparato de monitoreo costoso, con eventual precalificación de países, supervisión más intrusiva, condicionalidades, tiempos mayores y más fricciones; o (ii) incorporar un esquema à la Chiang Mai (atar los mayores préstamos a cumplir las condicionalidades que imponga el FMI). En el primer caso, como ya se explicó, la estructura de gobierno corporativo debiera cambiar de sustancia. En el segundo caso, es razonable preguntarse por qué un país que ya suscribió un acuerdo con el FMI (con todos los costos operacionales, reputaciones y de estigma que a veces conlleva) recurriría al FLAR y no optaría por procesar la asistencia directamente con el FMI.

Una segunda opción sería procurar fortalecerse manteniendo las ventajas competitivas que la entidad presenta en su lógica actual. La dimensión reducida y los bajos riesgos financieros y contractuales permiten sostener un gobierno corporativo simple que favorece la celeridad y los costos bajos. Asimismo, se mantendría la estructura de decisiones de un voto por país, fortaleciendo las relaciones de confianza basadas en el historial crediticio de los países miembros de no hacer nunca incumplido sus obligaciones con el FLAR.

En ambos casos (estrategia muy “expansiva” o estrategia “orgánicamente prudente”), corresponde plantearse qué puede ofrecer el FLAR a potenciales entrantes. Para los países de dimensión pequeña o mediana, los beneficios de incorporarse a la entidad replican los de los actuales miembros: una ventanilla de seguro de liquidez con procedimientos efectivos, rápidos y de bajo costo. Para los países mayor dimensión económica, lo que el FLAR pueda plantear dependerá de la estrategia de fortalecimiento elegida.

La estrategia “expansiva” implicaría un cambio sustancial en la naturaleza del organismo y tendría como prerequisite la voluntad de países como México, Brasil, Argentina, Chile de integrarse a una entidad en la que no verían ventajas desde la perspectiva de la asistencia financiera y podrían percibir riesgos excesivos. Mientras tanto, la estrategia de mantener una dimensión reducida pero con las ventajas competitivas de la entidad implicaría aportes limitados de capital de parte de potenciales entrantes, asociados a bajos riesgos y la posibilidad de complementar sus estrategias geopolíticas de integración a organismos regionales. Transitar este segundo camino no significa de ninguna manera soslayar las potencialidades de la institución, sino por el contrario, aprovecharlas de mejor forma en la implementación de un sendero propio efectivo. Procurar estrategias demasiado agresivas abriría el riesgo a que el proceso se inviabilice por el cambio brusco en su forma organizacional.

## ***Bibliografía***

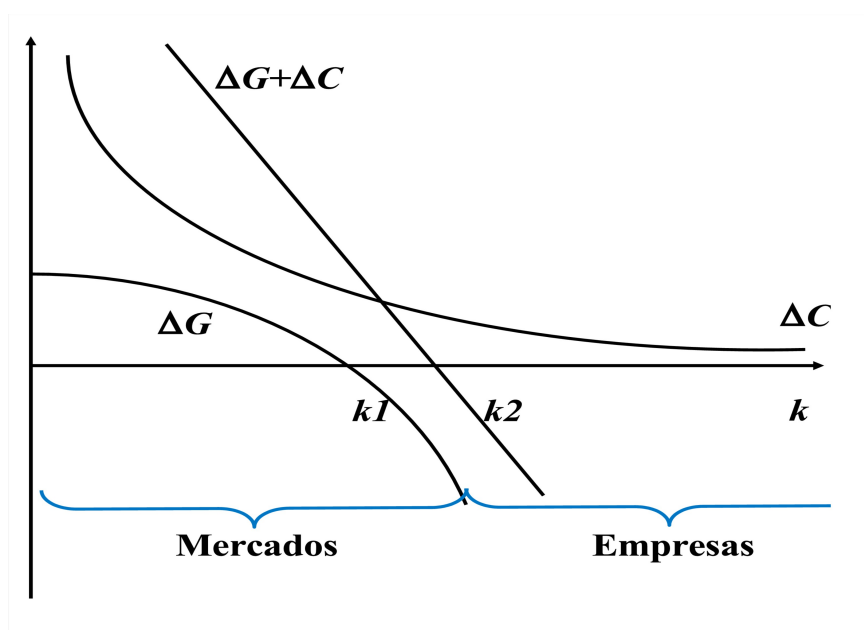
- Agosin, Manuel R. y Rodrigo Heresi (2011): “Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano” *FLAR Papers and Proceedings*, marzo, 69-102.
- Barnard, Chester (1938): *The Functions of the Executive*. Harvard University Press.
- Dewatripont, Mathias y Eric Maskin (1995): “Credit and Efficiency in Centralized Decentralized Economies”. *Review of Economic Studies*, 62: 541-555.
- Diamond, Douglas y Philip Dybig (1983): “Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3): 401-419.
- Fabozzi, Frank, Franco Modigliani y Michael Ferri (1996): “Mercados e Instituciones Financieras”, Prentice Hall.
- Freixas, Xavier y Jean-Charles Rochet (2008): *Microeconomics of Banking, 2nd edition*. The MIT Press.
- Hayek, F. (1945): “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review*, Vol. 35, N° 4.
- Hofstetter, Marc (2011): “Inflation Targeting in Latin America: Toward a Monetary Union?” *Economía, LACEA Journal*, vol 12(1): 71-118.
- Holmström, Beng y Jean Tirole (1997): “Financial intermediation, loanable funds and the real sector” *Quarterly Journal of Economics*, 112(3): 663-691.
- Kornai, J. (1992): *The Socialist System: The Political Economy of Communism*, Princeton University Press.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106 (6):1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (2000): “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics* 58: 3-27.
- Levy, Eduardo (2012): “Fondo Latinoamericano de Reservas: diagnóstico y recomendaciones” *FLAR Papers and Proceedings*, noviembre, 180-217.

- North, D. (1984): “Government and the Cost of Exchange in History”, *Journal of Economic History*, Vol. 44, N° 2.
- North, D. (1990): *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- North, Douglass (1991): “Institutions”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5 (1): 97-112, invierno.
- North, Douglass (1994): “Economic performance through time”. *American Economic Review*, junio vol. 84(3): 359-368.
- Ocampo, José Antonio (2007): “La cooperación macroeconómica entre países en desarrollo” *FLAR Papers and Proceedings*, 179-208.
- Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1997): “A survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. LII(2): 737-783.
- Tirole, Jean (2006): *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Williamson, Oliver (1996): *The mechanisms of governance*. Oxford University Press.

## Anexo 1.

Esta sección desarrolla el modelo principal de la economía de costos de transacción, tal como fuera desarrollada por Williamson (1996). En este proceso de alineamiento de transacciones la variable clave es la especificidad de los activos involucrados. Existe un riesgo contractual ( $k$ ) asociado a una transacción. El costo de organizar en forma interna la transacción es  $B(k)$  mientras que si la misma se realiza en el mercado el costo asociado es  $M(k)$ . Como los incentivos dentro de la empresa son menores y los elementos burocráticos mayores, se cumple que  $B(0) > M(0)$ , mientras que los mayores costos de adaptación de los mercados a shock exógenos determinan que  $M'(k) > B'(k)$ . Con estos elementos se puede calcular las diferencias en los costos de organización:  $\Delta G = B(k) - M(k)$ . Por otra parte, los mercados permiten agregar demandas y que la empresa obtener economías de escala y alcance en la producción que no obtendría si sólo trabaja para satisfacer la demanda interna. Como resultado, existe una diferencia de costos de producción en la firma vs. en el mercado:  $\Delta C > 0$ . Los costos totales de la actividad productiva son la suma de los costos de producción y de transacción:  $\text{costos totales} = \Delta G + \Delta C$ .

**Figura 2.-** Costos de transacción y costos totales asociados a empresas y mercado



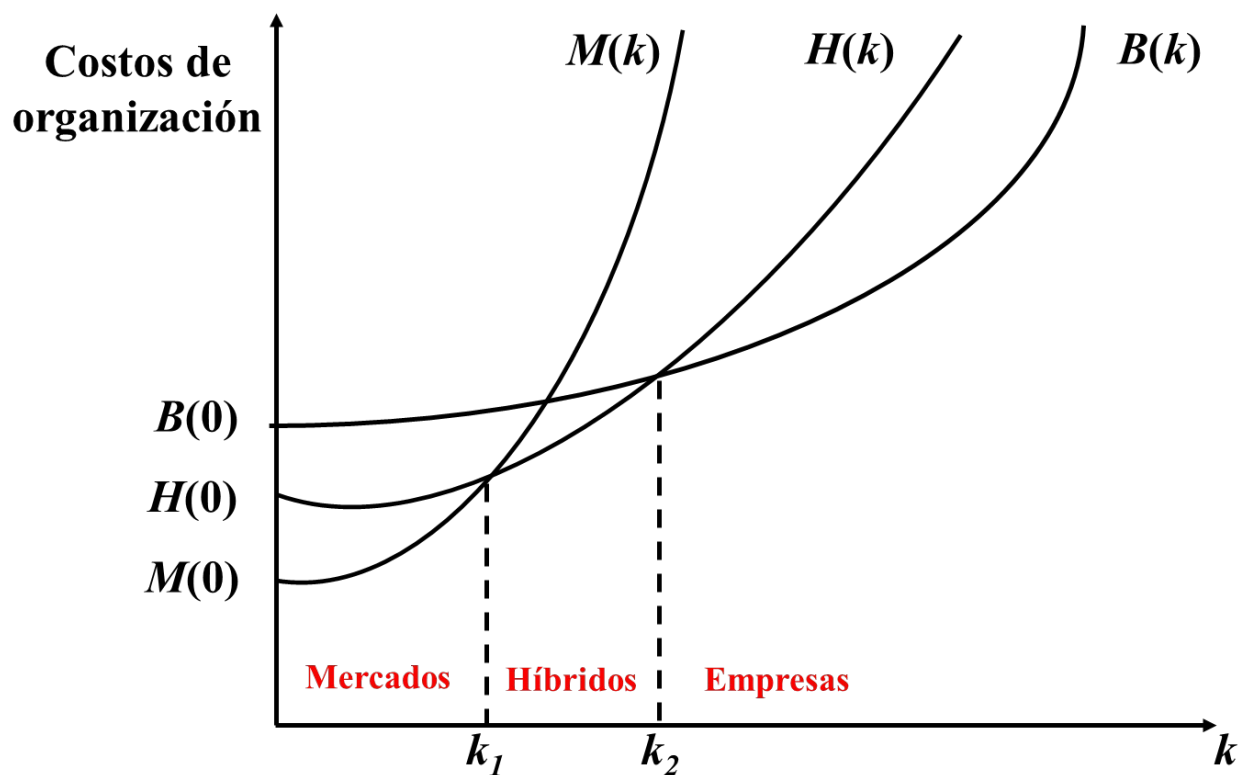
Fuente: elaborado en base a Williamson (1996).

Un resultado central refiere a que cuando el riesgo contractual es bajo, los costos de



transacción se minimizan si las transacciones se llevan a cabo en el mercado. Por el contrario, cuando el riesgo contractual es alto, los costos de transacción se minimizan si las mismas se internalizan dentro de la empresa. Si se extiende el modelo para incorporar la posibilidad de formas organizacionales híbridas con costos  $H(k)$ , se encuentra un doble umbral que mantiene la idea de la figura anterior: cuando el riesgo contractual es intermedio, hay estructuras de gobierno híbridas que contribuyen a minimizar los costos de transacción.

**Figura 3.-** Costos de organización asociados a las formas organizacionales



Fuente: elaborado en base a Williamson (1996).

## ***Anexo 2.***

En esta sección se presenta las principales características de las principales instituciones de crédito multilateral, que dan fundamento al Cuadro 2.

### **1. Banco Interamericano de Desarrollo**

El BID se define como la principal fuente de financiamiento y experiencia multilateral para el desarrollo económico, social e institucional sostenible de América Latina y el Caribe. Cuenta con 48 países miembros, representaciones en 26 países, unos 2.000 empleados y una capitalización de U\$S 170.000 millones. El BID puede conceder préstamos a gobierno provinciales, municipales e instituciones públicas autónomas, así como a la sociedad civil y empresas privadas. Financia proyectos, la preparación de proyectos e investigación, por hasta U\$S 1.700 millones, y la tasa de interés es del 1,17% anual.

### **2. Corporación Andina de Fomento**

La CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970 y conformado por 18 países de América Latina y el Caribe y Europa, así como por 14 bancos privados de la región andina. La Institución promueve un modelo de desarrollo sostenible, mediante operaciones de crédito, recursos no reembolsables y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos del sector público y privado de Latinoamérica. Tiene oficinas en 11 países, una capitalización de U\$S 10.000 millones. Otorga préstamos de corto, mediano y largo plazo por montos con un mínimo de U\$S 50 millones, pero sin señalar máximo.

### **3. Banco Mundial**

El Banco Mundial es una organización única que persigue reducir la pobreza y apoyar el desarrollo. Su objetivo es acabar con la pobreza extrema y promover la prosperidad compartida. Está integrado por 188 países miembros, cuenta con 120 oficinas en todo el

mundo y más de 10.000 empleados. Tiene activos por un valor de U\$S 338.000 millones y préstamos otorgados por U\$S 145.000 millones.<sup>11</sup>

#### 4. Fondo Monetario Internacional

El FMI tiene como objetivos promover la cooperación monetaria internacional y la estabilidad del tipo de cambio, facilitar un crecimiento balanceado del comercio internacional y proveer recursos para ayudar a sus miembros en dificultades de balanza de pagos o asistirlos en la reducción de la pobreza. Está integrado por 188 países miembros, y maneja recursos por un total de U\$S 360.000 millones. Tiene unos 2.670 funcionarios en sedes en 154 países. Los criterios para otorgamiento y las líneas de préstamos son variadas y dependen de las cuotas de cada país (ver <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>).

#### 5. El Fondo Latinoamericano de Reservas

El FLAR fue creado con el objetivo de ayudar a sus miembros en períodos de crisis de balanza de pagos. Cuenta con un capital de U\$S 2.280 millones de dólares aportados por Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.<sup>12</sup> La calificación crediticia del Fondo es de grado de inversor (AA2 Moody's y AA Standard&Poors) por encima de la calificación de los países de la región.<sup>13</sup> Posee cinco líneas de crédito con plazos que van de los 30 días a los 3 años de plazo, por montos que alcanzan hasta 2,5 veces el capital pagado por los países integrantes.<sup>14</sup> En la última década ha prestado a Ecuador, Bolivia y Costa Rica e históricamente sus créditos no han superado los U\$S 700 millones, y éstos siempre han sido honrados.<sup>15</sup>

---

11 Ver [http://siteresources.worldbank.org/EXTANNREP2012/Resources/8784408-1346247445238/8817772-1346257698669/5\\_FinancialStatementsComplete.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTANNREP2012/Resources/8784408-1346247445238/8817772-1346257698669/5_FinancialStatementsComplete.pdf). Visitado el 23 de noviembre de 2013.

12 Ver <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=138&conID=5202>. Visitado el 9 de octubre de 2013.

13 Ver <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=138&conID=5203>. Visitado el 9 de octubre de 2013.

14 Ver <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=265&conID=5206>. Visitado el 9 de octubre de 2013.

15 Ver <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=265&conID=5256>. Visitado el 9 de octubre de 2013.