

Teorías sobre la sociedad de capitales y derechos de sociedades



FRANCISCO BALDEÓN VELLON

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Dualidades en la formación de la sociedad moderna:
 1. La sociedad como una entidad artificial y de derecho público;
 2. La sociedad como una entidad natural y de derecho privado;
 3. La sociedad como una entidad natural y de derecho público: la denominada "responsabilidad social corporativa";
 4. La sociedad como una agregación natural y de derecho privado: la shareholder primacy.
- III. El paradigma contractualista:
 1. Aspectos descriptivos y normativos;
 2. Costos de agencia y maximización de valor;
 3. Función del derecho de sociedades.
- IV. Teoría económicas sobre la sociedad:
 1. Teoría neoclásica;
 2. Teoría de los costos de transacción;
 3. El enfoque del agente – principal;
 4. El enfoque de los derechos de propiedad;
 5. Teoría de la producción en equipo.
- V. Una perspectiva desde el derecho privado: separación patrimonial.
- VI. Conclusión.



I. INTRODUCCIÓN

A pesar de su carácter metafísico, la pregunta "¿qué son las sociedades?" ha jugado un rol importante en diversas cuestiones del derecho societario. A lo largo de por lo menos los últimos cien años, la respuesta a esta pregunta, directa o indirectamente, ha estado detrás de discusiones sobre temas tan controversiales como, tan solo por dar algunos ejemplos, el levantamiento del velo societario, las defensas que la administración de una sociedad listada puede adoptar contra un intento de adquisición hostil, la responsabilidad corporativa de la sociedad frente a la comunidad en la que actúa, la responsabilidad de la administración frente a los accionistas, entre muchos otros.

Naturalmente, no basta indicar que la sociedad es una "persona jurídica" o un "sujeto de derecho" (en el sentido del derecho civil) o un "contrato" (tanto en el sentido del derecho civil como del *common law*). Una respuesta de esta brevedad ha sido ya proporcionada por algunas legislaciones¹ y, de alguna manera, es correcto afirmar que el término "sociedad" tiene una doble acepción lingüística: es un contrato típico² si es que se acepta como sinónimo de "pacto social", y también es una persona jurídica. Lo que busca encontrar la pregunta "¿qué son las sociedades?" en realidad es, por decirlo de algún modo, "¿cuál es la estructura de las sociedades?".

En los últimos años, se ha llegado a un relativo consenso de que (i) el control último sobre la sociedad debe reposar en los accionistas (*shareholder primacy*); (ii) los directores y gerentes

están obligados a administrar la sociedad en interés de los accionistas; (iii) otros *stakeholders*, tales como acreedores, empleados, proveedores y clientes deberían proteger sus intereses a través de mecanismos contractuales o regulatorios, pero no mediante la participación en el gobierno corporativo; (iv) los accionistas no controladores deberían recibir una protección significativa de la explotación a manos de los accionistas controladores; y, (v) la principal medida de los intereses de los accionistas de la sociedad listada es el valor de mercado de sus acciones. Hansmann y Kraakman llaman a esta visión de la sociedad el "modelo orientado al accionista" o "modelo estándar" y, según ellos, representa no solo un consenso sobre la conducción apropiada de los asuntos corporativos, sino también sobre el contenido del derecho de sociedades³.

Las discusiones de gobierno corporativo han abordado prolijamente (mas no exclusivamente) el número (ii) de los postulados enunciados por Hansmann y Kraakman. Y, a su vez, han estado basadas en el modelo agente-principal: las sociedades son un poco más que un conjunto de activos de propiedad colectiva de los accionistas (principales) que contratan directores y gerentes (agentes) para administrar tales activos en su nombre. Este modelo ha dado origen a dos proposiciones recurrentes en la doctrina: (a) que el problema económico central que aborda el derecho de sociedades es la reducción de los costos de agencia, manteniendo la lealtad de los administradores a los accionistas; y, (b) que el objetivo principal de la sociedad es –o debería ser– la maximización de la riqueza de los accionistas⁴.

1. Véase, por ejemplo, el artículo 1665^o del Código Civil español ["La sociedad es un contrato por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con ánimo de partir entre sí las ganancias"] y el artículo 2^o de la Ley de Sociedades Comerciales argentina ["La sociedad es un sujeto de derecho con el alcance fijado en esta Ley"].

2. EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R. *The Corporate Contract*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 89, 1989, pp. 1444-1445.

3. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. En: *Georgetown Law Journal*, Volumen 89, 2000-2001, pp. 441-442.

4. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *A Team Production Theory of Corporate Law*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 85, Número 2, 1999, pp. 248-249.

El camino para llegar a este punto de convergencia ha sido largo y, por supuesto, no se trata de principios absolutos. No obstante, por lo menos, las bases del denominado "modelo estándar" no deberían escandalizar a nadie hoy en día. El presente trabajo pretende mostrar cómo las diversas teorías jurídicas y económicas que han pretendido responder a la pregunta "¿qué es la sociedad?" han contribuido, de una u otra manera, con el estado de consenso alrededor de los postulados (i), (ii) y (iii) de dicho "modelo estándar".

El término "sociedad" es empleado en el presente documento para designar a las denominadas "sociedades de capital" (aquellas en donde no es relevante la *affectio societatis*). Por consiguiente, "derecho de sociedades" hace referencia esencialmente al derecho sobre las sociedades de capital. No son objeto de estudio aquí las "sociedades de personas". Igualmente, aunque no todas las sociedades de capital emiten acciones⁵, se empleará el término "acciones" para designar a los títulos de participación en los que está dividido su capital y el término "accionistas" o "socios" para designar a los propietarios de dichos títulos.

II. DUALIDADES EN LA FORMACIÓN DE LA SOCIEDAD MODERNA

Allen, Jacobs y Strine, jueces de Delaware, indican que el derecho de sociedades ha oscilado, sin optar definitivamente por ninguno, entre dos modelos básicos de la sociedad: los modelos de "propiedad" y de "institución", que han dominado la doctrina y la jurisprudencia societaria americanas durante más de cien años. Según ello, el modelo de propiedad afirma que el propósito de la sociedad es lograr el mejor resultado para los accionistas presentes, mientras que el modelo de institución propone que

es maximizar el valor que la sociedad genera en el largo plazo, sin importar si ello es en el mejor interés de los accionistas⁶. Paralelamente, en el derecho continental, la doctrina española desarrolla que, en la definición de interés social hay dos perspectivas enfrentadas: una visión "contractualista" que identifica al interés de la sociedad con el de los accionistas, decantándose por el criterio de maximización del valor para los accionistas, y una visión institucional, que postula que el interés social es un interés autónomo de la empresa, sintetizador de los intereses de los diversos grupos de poder (accionistas, trabajadores, proveedores, clientes, comunidad, etcétera)⁷, también llamados *stakeholders*.

Sin embargo, esta presentación de lo que ha sido el debate societario en los últimos cien años es en cierto modo simplista. No ha habido un (1) enfrentamiento de posturas sobre el concepto de sociedad, sino tres (3) enfrentamientos. Y es que son tres las discusiones que, a distintos niveles, han pretendido explicar la estructura de la sociedad anónima. En la primera discusión, unos definen a las sociedades como un ente, con una existencia real separada de sus socios y otros participantes, y otros, como una mera *agregación* de personas naturales sin una existencia separada. La segunda discusión, por otro lado, define a las sociedades bien como una creación *artificial* del derecho, o bien como un producto *natural* de la iniciativa privada. Finalmente, en la tercera discusión, para unos, la actividad de las sociedades tiene implicancias políticas y sociales, es decir, *públicas* que justifican la existencia de una legislación societaria que atienda al interés general; mientras que, para los otros, el derecho de sociedades regula relaciones *privadas* entre los socios y la administración, que actúa como un fiduciario⁸.

5. Las sociedades de responsabilidad limitada emiten participaciones.

6. ALLEN, William T., JACOBS, Jack B. y STRINE, Jr, Leo E. The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 2, 2002, p. 1071.

7. PAZ-ARES, Cándido. *La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades*. En: *Revista Ius Et Veritas*, Número 24, 2002, p. 140. Debe reconocerse, sin embargo, que el propio Paz-Ares admite que esta dualidad implica "extremar mucho las cosas".

8. MILLON, David. *Theories of the corporation*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1990, Número 2, *Frontiers of Legal Thought* I, 1990, Duke University School of Law, p. 201.

La historia del derecho de sociedades es la historia de las combinaciones que se han producido entre las perspectivas predominantes de cada una de estas discusiones. En el presente apartado, se desarrollan cada una de esas etapas históricas.

1. La sociedad como una entidad artificial y de derecho público

Los antecesores más rudimentarios de la sociedad se remontan al derecho romano, aunque en poco se parece la sociedad romana a la sociedad de capitales moderna. Ortolan explica que, en el derecho justinianeo, la *societas* era un contrato por el cual dos o más personas convenían en que hubiese entre ellas una cierta comunidad de bienes. Las obligaciones principales de los socios entre sí eran, poner el capital, el trabajo o la industria por ellos prometidos y comunicarse mutuamente en la proporción pactada la ganancia y la pérdida. Eran recíprocamente responsables de su dolo y también de su culpa. También podía acordarse que uno o algunos socios participen de la ganancia y no de la pérdida. Pero era nula la sociedad en que uno de los compañeros estuviere excluido de los beneficios⁹. La *societas* romana se parecía más a la sociedad colectiva o al *partnership* modernos, que a la sociedad de capitales. En la era medieval, en tanto, la sociedad fue utilizada para proteger intereses de gremios, municipalidades, monasterios y universidades¹⁰.

Antes del inicio de la edad contemporánea, las empresas comerciales eran pequeños negocios que involucraban las actividades del hombre, antes que el empleo del capital¹¹. Fue aproximadamente a inicios del siglo diecinueve cuando la jurisprudencia y la doctrina estadounidense empezaron a considerar a la sociedad como una entidad separada de sus accionistas (*corporate person*). Sin embargo, era concebida como artificial, pues cada una de ellas debía su existencia a un acto estatal y no a la iniciativa privada de sus socios fundadores¹².

Además, en Inglaterra y Estados Unidos, las sociedades aparecieron como entidades cuasi-públicas, a las que el estado otorgaba un acto constitutivo (*charter*) para servir objetivos públicos y privados¹³. De hecho, son antecesoras de las sociedades modernas aquellas constituidas en Europa, principalmente en Inglaterra y en los Países Bajos, para realizar emprendimientos coloniales en los siglos dieciséis y diecisiete. En Inglaterra, en 1600, la reina Elizabeth I otorgó el *royal charter* de la East India Company, la sociedad que se convertiría en pieza fundamental para el establecimiento del imperio británico en el este asiático¹⁴, y en 1670, el rey Charles II hizo lo propio con la Hudson's Bay Company, que, con el tiempo, llegó a establecer un gobierno colonial *de facto* en la cuenca de la bahía de Hudson en Norteamérica. Igualmente, en 1602, los Estados Generales de los Países Bajos constituyeron la Vereenigde Oostindische Compag-

9. ORTOLAN, Joseph Louis Elzéar. *Esplicación [sic] histórica de las instituciones del emperador Justiniano*. Traducida al español de la cuarta y última edición por Estéban de Ferrater y José Sardá. Tomo II. Barcelona, Tomás Gorchs, 1847, pp. 307-308. Confrontar esta última afirmación descriptiva con el artículo 39° de la Ley General de Sociedades peruana a fin de constatar cómo hay normas del derecho romano que aún persisten en el derecho de sociedades moderno.

10. IWAI, Katsuhito. *Persons, Things and Corporations: The Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 47, Número 4, 1999, p. 589.

11. DODD, Edwin Merrick. *For Whom Are Corporate Managers Trustees*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 45, Número 7, mayo de 1932, p. 1148.

12. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 205-206.

13. LIPTON, Martin y ROSENBLUM, Steven A. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, 1991, pp. 192-193.

14. SMITH, Simon C. *British Imperialism. 1750-1970*. First published, Third printing. Cambridge, The Press Syndicate of the University of Cambridge, 2002.

nie (en español, Compañía Unida de las Indias Orientales) y le otorgaron monopolio sobre el comercio asiático. De esa manera, el estado (sea a través del soberano o del parlamento) era el que otorgaba el acto constitutivo de la sociedad hasta el siglo diecinueve, cuando aparecieron las leyes generales para la constitución de sociedades privadas¹⁵.

La expresión más famosa de esta etapa puede ser encontrada en *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*. En este caso, de inicios del siglo diecinueve, la corte consideró que el *charter* era un contrato, y que la autoridad gubernamental que otorgaba el *charter* (en ese caso, la corona) era parte de ese contrato¹⁶. El juez Marshall describió a la sociedad como "un ente artificial, invisible, intangible y que existe únicamente en la contemplación del derecho. Siendo una mera creación del derecho, posee solo aquellas propiedades que el *charter* de su creación le confiere, sea expresamente o como incidentales a su propia existencia"¹⁷. Esta descripción de la sociedad como una "mera creación del derecho" implicaba que el estado creaba derechos que no podían ser creados mediante un negocio jurídico.

Por otra parte, en los Estados Unidos, la acción estatal para la constitución de sociedades fue

el vehículo mediante el cual se persiguieron importantes objetivos de política pública. Al menos hasta la mitad del siglo diecinueve, las sociedades eran constituidas mayoritariamente con fines en cierta medida públicos, tales como bancos, seguros y servicios públicos. Así, a medida que la constitución de sociedades para negocios privados se volvía más usual, surgió en la población un sentimiento de hostilidad y sospecha contra ellas, pues existía la creencia de que el otorgamiento de un *charter* para desarrollar cierto negocio implicaba un impedimento a los terceros de entrar en ese mismo negocio. A fin de calmar dichas preocupaciones, los estados rara vez rechazaban solicitudes de otorgamiento de *charters* y solían denegar privilegios monopolísticos. La promulgación de leyes generales para la constitución de sociedades fue la solución más favorecida para apaciguar tales sentimientos¹⁸.

Sin embargo, a pesar de que en la segunda mitad del siglo diecinueve¹⁹ empezaron a promulgarse las referidas leyes generales y, por tanto, la concepción artificial de la sociedad se fue relajando, la perspectiva del derecho de sociedades como derecho público no fue dejada de lado. Ello se puede apreciar en la regulación restrictiva de la cual era objeto la sociedad. Por ejemplo, algunos estados

15. No se incluye, en estos ejemplos, la Capitulación de Toledo de 1529, por la cual la reina Isabel de Portugal, reina consorte de España, concedió autorización para la conquista de las costas del Mar del Sur a Francisco Pizarro y sus socios, porque este documento no estableció una entidad separada.
16. RIBSTEIN, Larry E. *The Constitutional Conception of the Corporation*. En: *Supreme Court Economic Review*, Volumen 4, 1995, The University of Chicago Press, pp. 97-98.
17. *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 US 518, 1819.
18. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 207-208.
19. Téngase presente que el *Code de Commerce* francés de 1807 fue el primer texto que reguló orgánicamente la sociedad colectiva (*la société en nom collectif*), la sociedad en comandita (*la société en commandite*) y la sociedad anónima (*la société anonyme*). El Código de Comercio español de 1829 recogía también esas formas societarias. Sin embargo, según ambos códigos, la constitución de la sociedad anónima debía ser autorizada por el estado. Véase el párrafo 37 del *Code de Commerce* francés de 1807 [*"La société anonyme ne peut exister qu'avec l'autorisation du roi, et avec son approbation pour l'acte qui la constitue: cette approbation doit être donnée dans la forme prescrite pour les réglemens d'administration publique"*] y el artículo 293^o del Código de Comercio español de 1829 [*"Es condición particular de las compañías anónimas que las escrituras de su establecimiento y todos los reglamentos que han de regir para su administración y manejo directivo y económico; se han de sujetar al examen del tribunal de comercio del territorio en donde se establezca; y sin su aprobación no podrán llevarse a efecto"*].

siguieron insistiendo en que los *charters* debían contener un objeto social limitado²⁰, al punto que la jurisprudencia desarrolló la doctrina *ultra vires*, según la cual la sociedad no podía obligarse por actos realizados fuera de su objeto social. De igual modo, las legislaciones estatales contenían restricciones tales como la prohibición a las sociedades de ser accionistas de otras, límites cuantitativos a la capitalización o al valor de los activos, límites temporales al plazo de la sociedad, diversas excepciones al principio de limitación de responsabilidad de los socios²¹ y la prohibición de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, que incluso pretendió incluirse en Francia como una modalidad del delito de estafa²². La sociedad de capitales con acciones transferibles no estaba a disposición de la actividad comercial en Inglaterra hasta 1844 y la responsabilidad limitada no fue añadida a la sociedad hasta 1855²³. No obstante, la mayoría de estas restricciones, que parecían naturales en la época, no ha sobrevivido en el derecho de sociedades moderno.

El principal legado de esta etapa de la historia es el embrión de la doctrina de la personalidad jurídica, que predica que una sociedad tiene una existencia jurídica separada de sus miembros, pues esta es una de las piedras angulares del derecho. Esta separación –que se manifiesta en el entendimiento de que los accionistas no tienen derechos de propiedad directos sobre los bienes de la sociedad, sino únicamente derechos sobre sus acciones– se produce con el acto de la incorporación²⁴. Cabe señalar, sin embargo, que, hasta la mitad del siglo diecinueve, si bien la incorporación creaba una entidad legal distinta, no se producía una completa separación entre sociedad y socios. Por el contrario, las sociedades de capital eran concebidas como entidades compuestas por sus miembros unidos. No fue hasta la segunda mitad del siglo diecinueve en que las sociedades de capital empezaron a ser “limpiadas” de sus accionistas y consideradas, tanto en el derecho como en la conciencia cotidiana, como entidades que actuaban por su propio derecho con una existencia completamente autónoma. Esto es significativo porque, cuando

20. A la fecha, existen jurisdicciones en donde aún se exige indicar en el pacto social un objeto social determinado. Véase, por ejemplo, el artículo 11° de la Ley General de Sociedades peruana [“La sociedad circunscribe sus actividades a aquellos negocios u operaciones lícitos cuya descripción detallada constituye su objeto social”], en contraste con la Sección 102 (a) (3) de la General Corporation Law del estado de Delaware [“*The certificate of incorporation shall set forth: The nature of the business or purposes to be conducted or promoted. It shall be sufficient to state, either alone or with other businesses or purposes, that the purpose of the corporation is to engage in any lawful act or activity for which corporations may be organized under the General Corporation Law of Delaware, and by such statement all lawful acts and activities shall be within the purposes of the corporation, except for express limitations, if any*”]. La doctrina peruana ha abordado también este tema. Véase, defendiendo la importancia de un objeto social acotado, FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo. *La función e importancia del objeto social en las sociedades mercantiles*. En: *Ius Et Veritas*, Número 13, 1996, pp. 163-169, y, defendiendo la posibilidad de pactar un objeto social amplio, HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. *La actividad empresarial de las sociedades anónimas y el alcance de la representación societaria: cuestionamiento a la determinación del objeto social*. En: *Ius Et Veritas*, Número 35, 2007, pp. 228-240.
21. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 208-211.
22. VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio. *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*. Lex Nova, Valladolid, 1985, pp. 11-12.
23. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. *Op. Cit.*, p. 440.
24. En el derecho español y el peruano, esta separación se produce con la inscripción en un Registro Público. Véase el artículo 33° de la Ley de Sociedades de Capital española [“Con la inscripción la sociedad adquirirá la personalidad jurídica que corresponda al tipo social elegido”] y el artículo 6° de la Ley General de Sociedades peruana [“La sociedad adquiere personalidad jurídica desde su inscripción en el Registro y la mantiene hasta que se inscribe su extinción”] y contrastese con la Sección 106 de la General Corporation Law del estado de Delaware [“*Upon the filing with the Secretary of State of the certificate of incorporation, executed and acknowledged in accordance with § 103 of this title, the incorporator or incorporators who signed the certificate, and such incorporator’s or incorporators’ successors and assigns, shall, from the date of such filing, be and constitute a body corporate, by the name set forth in the certificate, subject to § 103(d) of this title and subject to dissolution or other termination of its existence as provided in this chapter*”].

las sociedades eran identificadas con sus socios, se entendía que la sociedad tenía una naturaleza eminentemente capitalista²⁵ y maximizadora de riqueza, perspectiva que se intentó matizar, como se desarrollará más adelante.

Adicionalmente, la concepción de la sociedad como una entidad artificial parecería seguir explicando dos características de la sociedad: la responsabilidad limitada y la norma conflictual. Con relación a lo primero, la necesidad de un procedimiento y un acto administrativo (por ejemplo, la inscripción registral) como requisito para que los socios limiten su responsabilidad sugiere la existencia de una suerte de privilegio otorgado por el estado. Nótese, sin embargo, que en algunos sistemas jurídicos, se puede limitar la responsabilidad contractual de manera absoluta (mientras que, en otros, esta limitación únicamente comprende la que surge de la culpa leve), y nadie cree que ello implica el otorgamiento de un privilegio estatal. Con relación a lo segundo, la norma jurídica que establece que la ley aplicable a las sociedades es la del lugar de su constitución²⁶ parece estar basada en un tipo de respeto por la soberanía y el marco regulatorio del estado en cuyo territorio se constituyó la sociedad²⁷. La teoría contractualista que se desarrollará más adelante (véase *infra* § III.1) discrepa de que la acción del estado sea necesaria para llegar a estos resultados.

2. La sociedad como una entidad natural y de derecho privado

La proliferación de leyes generales de constitución de sociedades y el consecuente replanteamiento del rol del estado en la formación de una sociedad permitió que la relación entre el estado y las sociedades también fuera reevaluado. Paralelamente, el crecimiento de las sociedades indicaba que su éxito radicaba en una combinación de la iniciativa privada y las fuerzas naturales e impersonales de la competencia en el mercado. Siendo las sociedades entidades naturales constituidas por sujetos privados y moldeadas por las fuerzas del mercado, el carácter regulatorio del derecho de sociedades fue perdiendo fuerza y, en consecuencia, las restricciones antes mencionadas fueron desapareciendo con el tiempo (por ejemplo, para la década de 1930, la doctrina *ultra vires* ya tenía su insignificancia actual)²⁸. Entonces, por un lado, el derecho corporativo perdió su carácter público y, por el contrario, tomó aspecto de derecho privado, y por el otro, la sociedad pasó de ser considerada como un ente artificial a un ente natural.

Si bien, a raíz de este giro, un sector de la doctrina y la jurisprudencia estadounidense pretendió redefinir a la sociedad como una agregación de intereses, el desarrollo de las sociedades de accionariado difundido y el consecuente avance de los estudios sobre la separación entre la propiedad y la gestión frustraron ese intento. Estos estudios demostraron que los socios eran inversionistas pasivos, sin injerencia en la administración de la sociedad. El más famoso de estos análisis fue, sin duda, el libro *The Modern*

25. IRELAND, Paddy. *Corporate Governance, Stakeholding and the Company: Towards a Less Degenerate Capitalism?* En: *Journal of Law and Society*, Volumen 23, Número 3, 1996, p. 289.

26. En el derecho anglosajón, esta norma conflictual se denomina la *internal affairs rule*. Véase, por ejemplo, el artículo 2073° del Código Civil peruano [“La existencia y la capacidad de las personas jurídicas de derecho privado se rigen por la ley del país en que fueron constituidas”] y el artículo 2° de la Convención Interamericana sobre Conflictos de Leyes en Materia de Sociedades Mercantiles [“La existencia, capacidad, funcionamiento y disolución de las sociedades mercantiles se rigen por la ley del lugar de su constitución. Por ‘ley del lugar de su constitución’ se entiende la del Estado donde se cumplan los requisitos de forma y fondo requeridos para la creación de dichas sociedades”], en contraste con el artículo 8° de la Ley de Sociedades de Capital española [“Serán españolas y se regirán por la presente ley todas las sociedades de capital que tengan su domicilio en territorio español, cualquiera que sea el lugar en que se hubieran constituido”].

27. RIBSTEIN, Larry E. *Op. Cit.*, pp. 98-99.

28. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 211-213.

Corporation and Private Property, de Adolf Berle and Gardiner Means, publicado en 1932, y que constituye un hito en el derecho de sociedades y en el gobierno corporativo, el que será objeto de comentario más abajo. El desarrollo del principio de mayoría en la adopción de acuerdos también abortó la primera ola de la tesis agregacionista²⁹.

3. La sociedad como una entidad natural y de derecho público: la denominada "responsabilidad social corporativa"

Durante el siglo veinte, el debate y la experimentación sobre la estructura básica del derecho de sociedades se centró en las formas mediante las cuales el derecho debería recoger los intereses de los *stakeholders* no accionistas. En su famoso artículo *For Whom Are Corporate Managers Trustees* de 1932, Edwin Merrick Dodd, el más famoso teórico de esta doctrina³⁰, postuló que la concepción de la sociedad como una entidad podía servir de fundamento de la responsabilidad social corporativa. Así, en primer lugar, abogó por entender a la sociedad como una entidad natural:

"No estamos obligados a tratar a la sociedad como una mera agregación de accionistas. La perspectiva tradicional de nuestro derecho es que una sociedad es una entidad jurídica independiente. Desafortunadamente, se ha sostenido que su carácter de entidad es algo conferido por el estado que, por un rito misterioso llamado incorporación, produce mágicamente *ex pluribus unum*³¹. La actual boga de realismo engendra insatisfacción con tales misterios jurídicos y conduce a la insistencia en ver a la sociedad como realmente es. Entonces, viéndola podríamos, como muchos, insistir

que es una mera agregación de accionistas, pero hay otra manera de considerarla, que tiene distinguidos adherentes. De acuerdo a este concepto, cualquier grupo organizado, particularmente si su organización es de carácter permanente, es una unidad factual, 'un cuerpo que, de ninguna ficción legal sino de la misma naturaleza de las cosas, difiere de los individuos que lo constituyeron'³².

Seguidamente, sostuvo que la administración era un agente fiduciario de la sociedad, y no de los accionistas. Esa sociedad estaba obligada, al igual que las personas naturales, a "ser un buen ciudadano". Dado que la administración trabajaba para la sociedad, sus obligaciones frente a los accionistas eran secundarias e indirectas y, por el contrario, era obligación de la sociedad proteger el interés de otros grupos, tales como los empleados, los consumidores, los acreedores o las comunidades circundantes a las instalaciones de la sociedad.

4. La sociedad como una agregación natural y de derecho privado: la *shareholder primacy*

Los más visibles oponentes al planteamiento de Dodd fueron Berle y Means, quienes postularon que la separación entre la propiedad y la gestión era una característica cada vez más frecuente de las sociedades donde la dispersión del accionariado requería la delegación del control en un grupo pequeño de administradores profesionales. Berle y Means sostenían que, con la difusión del accionariado, el control en las grandes sociedades estaba pasando inexorablemente a las manos de sus administradores y, por lo tanto, la autonomía de las sociedades con respecto a sus accionistas estaba siendo complementada

29. *Ibid.*, pp. 213-215.

30. Curiosamente, Berle se adhirió a la tesis de Dodd muchos años después. Véase BERLE, Adolph. *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*. Harcourt, Brace & Co., New York, 1959.

31. En latín "de muchos, uno", fue el lema nacional de los Estados Unidos de América hasta 1956, cuando se instituyó el "In God we trust".

32. DODD, Edwin Merrick. *Op. Cit.*, p. 1160.

en ese momento de la historia con la autonomía de los administradores con respecto al control de los accionistas. El aporte de Berle y Means es invaluable porque marca una diferencia entre el derecho de propiedad tradicional y el interés que tienen los accionistas al invertir en una sociedad:

“La propiedad se ha dividido en dos categorías distintas. Una de ellas puede ser llamada ‘activa’ –como una granja, un pequeño negocio, un conjunto de bienes determinados que el propietario puede poseer por sí mismo, administrar y transar. La otra puede ser llamada ‘pasiva’ –un conjunto de expectativas económicas reflejadas en un certificado de acciones o un bono, cada uno representando un interés infinitesimal en el patrimonio industrial y el flujo de ingresos. El propietario pasivo está imposibilitado de hacer algo con su propiedad, excepto venderla por el monto que el mercado de valores considere apropiado. Igualmente, queda enteramente en las manos del poseedor o administrador de hecho de los activos”.³³

Por supuesto, Berle y Means se referían al fenómeno de las entonces nacientes sociedades de accionariado difundido. Como explica Ireland, a lo largo de las décadas siguientes, la argumentación de Berle y Means ha sido objeto de un intenso debate. Algunos han refutado que fenómenos como la existencia de socios-administradores y la concentración de participación accionaria (por ejemplo, instituciones financieras) son suficientes para asegurar que aún es común la influencia significativa (si no el control) de los accionistas³⁴.

Los autores indicaron que la separación entre propiedad y gestión traía consigo un inevita-

ble conflicto de interés, pues los accionistas buscaban la maximización de sus intereses y la administración buscaba atrincherarse en sus cargos a fin de utilizar sus poderes y ventajas en sus propios intereses. La preocupación de Berle y Means de que la administración no tiene incentivos para usar eficientemente los recursos de la sociedad en ausencia de controles legales implicaba que la metáfora de la mano invisible del mercado no aplicaba a las sociedades y, por lo tanto, la usual presunción de que los individuos maximizan el uso de los recursos mediante contratos no debía aplicar tampoco³⁵.

Preocupados por que los accionistas tengan la seguridad de que la administración maximice los intereses financieros de los accionistas, Berle y Means propusieron que los administradores debían ser considerados como agentes fiduciarios de los accionistas y, como tales, sus poderes debían estar sujeto a limitaciones sustantivas³⁶. Por esto, su postulación fue reconocida como la *shareholder primacy*, que es el fundamento de instituciones tales como el derecho de voto, la responsabilidad de la administración y el deber de información que recae sobre la administración.

La concepción de la sociedad implícita en el trabajo de Berle y Means era la de una agregación compuesta por los accionistas y la administración, esta última reducida a trabajar por los intereses de los accionistas. La *shareholder primacy*, en consecuencia, se oponía a la idea de que la administración estaba facultada a ejecutar actividades de responsabilidad social. Al rechazar la existencia de una dimensión de bienestar general en la actividad corporativa, involucraba un entendimiento privado del derecho de sociedades. Entonces, desde la década de 1930, el principio de la *shareholder primacy* ha sido el postulado fundamental del derecho de

33. BERLE, Adolf A. *For Whom Are Corporate Managers Trustees: A Note*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 45, Número 8, 1932, pp. 1369-1370.

34. IRELAND, Paddy. *Op. Cit.*, pp. 289-290.

35. RIBSTEIN, Larry E. *Op. Cit.*, pp. 103-104.

36. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 220-222.

sociedades y el asunto más importante dentro de este ha sido la cuestión de la responsabilidad de la administración³⁷. El derecho de sociedades viene a tomar conciencia de que su rol es "asegurar que aquellos que ostentan el poder respondan frente a aquellos que dependen de su justo ejercicio"³⁸, mediante los mecanismos de ajuste llamados *deberes fiduciarios*.

En las décadas de 1950 y 1960, resurgió la idea de que las sociedades eran responsables de muchos problemas de la sociedad y, por tanto, los afectados por la actividad corporativa (en especial, los trabajadores) debían tener un derecho en la toma de decisiones. Basaban su tesis en la concepción agregacionista de la sociedad, pero no agregando a los propietarios de la sociedad, sino, más bien, a sus "miembros"³⁹. La propiedad de los trabajadores sobre la empresa es el resultado, en gran parte, de una convergencia inusual de pensamientos económicos provenientes de los extremos del espectro político del antiguo sistema bipolar. De un lado, estaban quienes sostenían que el control de la empresa por sus trabajadores triunfaría ahí donde el estado había fracasado en igualar el poder y la riqueza y en disminuir la alienación y la explotación. En la otra orilla, estaban quienes, decepcionados por la ineficiencia de las formas tradicionales de relación trabajadores-administración, pensaban que la propiedad laboral mejoraría la productividad y alinearía los intereses de los trabajadores con el de los capitalistas.⁴⁰

Sin embargo, estos argumentos no sirvieron para que se produzcan reformas a favor de la responsabilidad social corporativa. En su ar-

tículo *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, publicado en 1970, Milton Friedman sostuvo que la ejecución de actividades socialmente responsables era ilegítima no solo porque usaba la propiedad de los accionistas, sino también porque le daba a los administradores el papel de funcionarios públicos, idea totalmente ajena al ámbito privado en el que se desarrollan las sociedades⁴¹.

Hasta este punto, parece claro que la *shareholder primacy* ha rezagado a ciertos modelos orientados al *stakeholder*. Como explica Hansmann, estos modelos han sido fundamentalmente dos:

- (a) Para el "modelo fiduciario", el directorio debe ser elegido únicamente por los accionistas, pero el deber de los directores de representar únicamente a los accionistas debe ser relajado para darles la oportunidad de considerar también los intereses de los *stakeholders* no accionistas. Se volverá sobre este modelo más adelante (véase infra § IV.5), al comentar sobre la teoría de la producción en equipo.
- (b) Para el "modelo representativo", el directorio debe ser elegido por los diversos grupos de *stakeholders*, de forma tal que el directorio sea un espacio donde se maximice el interés conjunto de todos los *stakeholders*, y se produzca la cooperación⁴².

No obstante, no es posible afirmar que la *shareholder primacy* sea un concepto que prevalezca de manera absoluta en todas partes del mundo. Vale explicar brevemente un ejemplo tomado de la jurisprudencia de Delaware

37. *Ibid.*, pp. 222-225.

38. MITCHELL, Lawrence E. *The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 138, Número 6, 1990, p. 1675.

39. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 225-227.

40. HANSMANN, Henry. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 9, 1990, p. 1751.

41. MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 227-228.

42. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. *Op. Cit.*

sobre adquisiciones hostiles. En *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*⁴³ la Corte Suprema de Delaware permitió al directorio de Time bloquear una oferta de adquisición de Paramount que beneficiaba a los accionistas sobre Time con el fin de favorecer una fusión con Warner Communications auspiciada por la administración de Time. La corte otorgó a la administración la facultad de rechazar una oferta cuando existe una estrategia a largo plazo (por ejemplo, un acuerdo de adquisición negociada con un postor amigable). Aunque con poca profundidad, indicó que uno de los aspectos a considerar a fin de determinar si una oferta hostil era una amenaza, y, por tanto, rechazarla, era el impacto en grupos de interés diferentes a los *stakeholders*⁴⁴.

De igual modo, vale mencionar que hay, en las legislaciones societarias contemporáneas, abundantes normas destinadas a otorgar ciertas facultades en la toma de decisiones en la sociedad a *stakeholders* no accionistas⁴⁵. No es del todo cierto, entonces, que otros grupos de interés hayan sido excluidos del ordenamiento societario.

III. EL PARADIGMA CONTRACTUALISTA

Desde 1980, la doctrina, basándose en los postulados de la economía neoclásica, ha desarrollado una nueva teoría que considera a la sociedad como un "nexo de contratos" (término acuñado por los profesores Michael Jensen y William Meckling⁴⁶) que no debería tener más regulación que otros contratos. Los antecedentes de este pensamiento pueden encontrarse de alguna manera en el artículo *The Nature of the Firm* de Ronald Coase, publicado en 1937. Esta nueva teoría considera a la sociedad como una suma de acuerdos entre los diversos tipos de individuos que proporcionan los insumos y, desde ese punto de vista, se trata de una teoría agregacionista⁴⁷.

Para este enfoque, la sociedad es una colección de relaciones jurídicas voluntarias entre accionistas, acreedores, administradores y posiblemente otras personas. Estos contratos, unos explícitos y otros implícitos, definen los derechos y obligaciones de los *constituents* y, por ello, determinan cómo la sociedad será administrada y cómo sus ingresos serán distribuidos⁴⁸. La sociedad viene a ser un punto en una cadena continua de relaciones contractuales. El rol de la administración es supervisar el proceso permanente de negociación, celebración

43. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

44. Textualmente: "We have said that directors may consider, when evaluating the threat posed by a takeover bid, the 'inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on 'constituencies' other than shareholders, the risk of nonconsummation and the quality of securities being offered in the exchange'". En realidad, *Time* realiza una relectura de *Unocal v. Mesa Petroleum* para, aparentemente, buscar argumentos para defender una estructura corporativa por encima de los intereses de los accionistas. Para un profundo análisis sobre ello y sobre cómo se desafía la *shareholder primacy*, véase MILLON, David. *Op. Cit.*, pp. 251-261; GORDON, Jeffrey N. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991, pp. 1931-1988.

45. Tan solo por dar unos ejemplos, véase los artículos 181° in fine, 219° (y su prole en los artículos 359° y 383°) y 426° de la Ley General de Sociedades peruana. También los artículos 334° ["Los acreedores de la sociedad anónima cuyos créditos hayan nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción del capital, no hayan vencido en ese momento y hasta que se les garanticen tales créditos tendrán el derecho de oponerse a la reducción"] y siguientes, 370° ["Los acreedores sociales podrán oponerse al acuerdo de reactivación, en las mismas condiciones y con los mismos efectos previstos en la ley para el caso de reducción del capital"] de la Ley de Sociedades de Capital española.

46. JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En: *Journal of Financial Economics*, Volumen 3, Número 4, 1976.

47. MILLON, David. *Op. Cit.*, p. 229.

48. KLAUSNER, Michael. *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 81, Número 3, 1995, p. 759.

y ejecución contractual de los contratos entre los diversos actores, desempeñándose como un agente fiduciario de los accionistas⁴⁹.

1. Aspectos descriptivos y normativos

Para la teoría contractualista, desde un punto de vista descriptivo, la aparente injerencia del Estado en la creación y en la regulación de las sociedades en realidad no difiere de la existente en otros tipos contractuales. En primer lugar, el Estado "crea" a las sociedades de la misma manera que "crea" otros tipos de relaciones jurídicas contractuales: haciéndolas exigibles. En realidad, las compañías pueden escapar de la aplicación de una norma jurídica que imponga responsabilidad personal en los socios, por ejemplo, contribuyendo al "capital" de un consorcio como un acreedor más. Por eso, si el estado no puede evitar que se limite la responsabilidad mediante contrato, no está en realidad otorgando un privilegio al aceptar el registro de un acto constitutivo. A lo mucho, podrá regular la responsabilidad limitada de tal manera que sea menos costoso cumplir con el requisito del registro. Ello no difiere del rol que juega el estado en otros contratos que requieren registro⁵⁰; por ejemplo, los acreedores garantizados en una garantía mobiliaria inscrita se exponen a un menor riesgo, pero podrían llegar al mismo resultado mediante el costoso y riesgoso mecanismo de celebrar contratos con otros acreedores.

En segundo lugar, esta teoría se percata de que la constitución de una persona jurídica no

es necesaria para activar una regla similar a la *internal affairs rule*. Por el contrario, las cláusulas contractuales de ley aplicable son ampliamente reconocidas por las normas conflictuales de abundantes foros⁵¹. En otras palabras, es perfectamente posible que dos partes acuerden celebrar un contrato que regule sus relaciones de inversión sin constituir una sociedad, en la medida que el derecho internacional privado les permita escoger libremente la ley aplicable⁵².

Desde un punto de vista normativo, la teoría económica sostiene que los socios no son víctimas indefensas⁵³, sino, por el contrario, personas que buscan y adquieren inversiones entre una diversidad de pactos sociales y jurisdicciones, por lo cual se concluye que las sociedades que sobreviven son aquellas que reducen óptimamente los costos de agencia y maximizan la riqueza de los socios. Uno de los fundamentos de esta intuición es la cuestionada tesis de que los mercados de capitales fijan eficientemente los precios de las acciones. Por eso, la teoría contractualista reconoce que los mercados no operan perfectamente, pero sostiene que, por lo menos, funcionan de manera suficientemente eficiente como para controlar a las sociedades de la misma manera que controlan otros tipos de contratos⁵⁴.

En los siguientes apartados (§§ III.2 y III.3) se profundizará sobre estos aspectos normativos del paradigma contractualista.

2. Costos de agencia y maximización de valor

49. MILLON, David. *Op. Cit.*, p. 230.

50. RIBSTEIN, Larry E. *Op. Cit.*, pp. 101-102.

51. *Ibid.*, p. 103.

52. Véase, por ejemplo, el artículo 10.5 del Código Civil español ["Se aplicará a las obligaciones contractuales la ley a que las partes se hayan sometido expresamente, siempre que tenga alguna conexión con el negocio de que se trate; en su defecto, la ley nacional común a las partes; a falta de ella, la de la residencia habitual común, y, en último término, la ley del lugar de celebración del contrato"] y el artículo 2095° del Código Civil peruano ["Las obligaciones contractuales se rigen por la ley expresamente elegida por las partes y, en su defecto, por la ley del lugar de su cumplimiento"].

53. En clara respuesta a Berle. Véase *supra* § II.4.

54. RIBSTEIN, Larry E. *Op. Cit.*, p. 104.

La teoría contractualista imagina que quienes ostentan la administración de la sociedad (podrían ser bien los socios fundadores o bien los administradores de una sociedad listada) seleccionan un conjunto de estipulaciones y arman una sociedad (o, visto abstractamente, un pacto social) al que el mercado otorga un valor. Tales estipulaciones incluyen, por ejemplo, derechos de voto de los accionistas, deberes de la administración, política de dividendos, transferibilidad de las acciones, entre muchos otros. Los inversionistas (sean nuevos accionistas o acreedores) escogen este arreglo contractual cuando, por ejemplo, adquieren un derecho de la sociedad (sean acciones, bonos u obligaciones). Dado que los mercados los incentivan a lograr el valor más alto para las acciones de la sociedad, los administradores intentarán ofrecer estipulaciones que maximicen el valor de las acciones mediante la minimización de los costos de agencia⁵⁵.

El concepto de costos de agencia surge de la problemática especial de la sociedad de accionariado difundido. La separación de la propiedad y el control, si bien es una de las necesidades inevitables del desarrollo industrial de la economía, trae consigo costos: la administración puede ser ineficiente o puede utilizar los recursos de la sociedad para beneficiarse. Los administradores de una sociedad (incluyendo gerentes y directores) trabajarían más intensamente si es que pudiesen percibir todas las ganancias de sus esfuerzos. No obstante, dichas ganancias se reparten entre accionistas, obligacionistas y otros administradores, razón por la cual los administradores tenderán a trabajar menos de lo esperado⁵⁶ o a utilizar los recursos de la sociedad en su beneficio. Gilson define los costos de agencia (también llamados costos de

la separación de la propiedad y el control en la empresa listada) como "la suma (...) de esfuerzos para evitar que la administración se beneficie a sí misma e incentivarla positivamente a operar en los intereses de los accionistas- junto con la pérdida del potencial valor de la empresa que resulta de la imposibilidad de prevenir totalmente la divergencia entre el interés de la administración y de los accionistas"⁵⁷. A diferencia de los acreedores y otros inversionistas de renta fija, los accionistas soportan en última instancia la carga de los costos de agencia, pues son acreedores residuales de la sociedad.

Como explica Gilson, los principales factores que influyen en la estructura y características conductuales de la sociedad listada no están definidos por la legislación positiva, sino por los mercados en los que participa: el mercado de productos, el mercado de administración y el mercado de capitales. Estos mercados (la estructura de la sociedad, para Gilson) limitan el comportamiento ineficiente de la administración. La competencia en el mercado de productos, que genera las ganancias de la sociedad, disciplina a las administraciones ineficientes privándolas de beneficiarse de cualquier ganancia. El mercado de administración también castiga a un administrador ineficiente disminuyendo el valor de mercado de sus servicios. De igual modo, la ineficiencia de la administración se refleja en un menor valor de la acción en el mercado de capitales, con la consecuente amenaza de que un potencial inversionista decida obtener ganancias mediante la adquisición de la sociedad y la obtención de mejores retornos con una administración más eficiente⁵⁸.

La competencia en los mercados, entonces, proporciona un mecanismo de selección *quasi*

55. KLAUSNER, Michael. *Op. Cit.*, p. 767.

56. EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: Harvard Law Review, Volumen 94, Número 6, 1981, The Harvard Law Review Association, pp. 1169-1170.

57. GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: Stanford Law Review, Volumen 33, 1981, p. 836.

58. *Ibid.*, pp. 837-839. No obstante, lo que la estructura corporativa no es capaz de limitar es la habilidad de la administración de proteger y defender su posición de control: solo el mercado del control corporativo es capaz de ella.

darwiniano para las estipulaciones a ser contenidas en los contratos que conforman la sociedad. Aquellas estipulaciones que demuestran ser ineficientes desaparecen. Los académicos del análisis económico del derecho explican que, cuando una diversidad de partes independientes contratan para maximizar su beneficio (siempre que los términos de un contrato no tengan impacto en otros contratos ni en las partes de otros contratos), cada parte contratante ha maximizado su utilidad y, además, el valor agregado de todos los contratos no puede ser incrementado. Es decir, se maximiza el bienestar social. Por ello, para el paradigma contractualista, dado que no hay efectos adversos en terceros, el proceso de maximizar el valor de la sociedad mediante la elección de las estipulaciones del pacto social también maximiza la riqueza general⁵⁹.

La tesis contractualista también afirma, en respuesta a quienes defienden que los mercados ignoran el beneficio de los *stakeholders*, que los contratos y otras fuerzas si incentivan a la administración a actuar en interés de los *stakeholders*, e, incluso si no fuera así, tienen incentivos morales para hacerlo. El relajado estándar de la *business judgment rule* y de la responsabilidad subjetiva permite a los administradores a tomar decisiones corporativas teniendo en cuenta justificaciones morales⁶⁰.

Más aun, Macey y Miller continúan indicando, sobre la base de asumir que una sociedad es un conjunto de contratos, que los deberes fiduciarios son un activo social que será negociado entre los diversos grupos de *stakeholders*. Siempre que las partes actúen racionalmente, acordarán que solo un grupo de *stakeholders* sea acreedor de los deberes fiduciarios. El estatus único de acreedores residuales de la sociedad proporciona

una lógica persuasiva para colocar los deberes fiduciarios en la mayoría de situaciones: en aquellos casos en los que otros *stakeholders* no tengan un interés particular en una decisión, no tendrán ningún aporte significativo al proceso de toma de tal decisión. Por el contrario, incluirlos conducirá al oportunismo y a la reducción de la utilidad esperada, en perjuicio de todos los *stakeholders* (accionistas y no accionistas). Sin embargo, reconocen que la conclusión no es fácil pues sí pueden existir supuestos en los cuales los *stakeholders* pueden tener un interés particular⁶¹.

En el mismo sentido, para Macey y Miller, todos los *stakeholders*, incluyendo los no accionistas, se benefician de los deberes fiduciarios que deben ser cumplidos por los directores. Sin embargo, el solo hecho de que los *stakeholders* se beneficien potencialmente de tales deberes fiduciarios no significa que todos los *stakeholders* sean acreedores de dichos deberes. Por el contrario, como otros activos, los deberes fiduciarios se vuelven menos valiosos a medida que se difundan más: los intereses de los heterogéneos grupos de interesados en los activos de la sociedad están en conflicto en muchas formas, por lo que, al reforzar la posición negociadora de un grupo, la ley inevitablemente debilita la posición de los otros grupos en competencia⁶².

En un panorama tan optimista, donde los incentivos descritos conducen a los administradores e inversionistas a seleccionar las estipulaciones contractuales que maximizan el valor de la empresa, ¿cuál es la función del derecho de sociedad? La tesis contractualista se ha dividido en dos respuestas, que se analizarán a continuación.

3. Función del derecho de sociedades

59. KLAUSNER, Michael. *Op. Cit.*, pp. 758, 768.

60. RIBSTEIN, Larry E. *Op. Cit.*, p. 105.

61. MACEY, Jonathan y Geoffrey MILLER. *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*. En: *The University of Toronto Law Journal*, Volumen 43, Número 3, *Special Issue on Corporate Stakeholder Debate: The Classical Theory and Its Critics*, 1993, p. 423.

62. *Ibid.*, p. 401

Para Easterbrook y Fischel, que representan la versión "fuerte" de la tesis contractualista, "una pregunta natural luego de todo este desarrollo de 'la sociedad como contrato' es: ¿para qué sirve el derecho? ¿Por qué no solamente abolir el derecho de sociedades y dejar que la gente negocie los contratos que desee? La corta pero no enteramente satisfactoria respuesta es que el derecho de sociedades es un juego de estipulaciones disponibles *off-the-rack* de modo que las partes en los emprendimientos corporativos puedan ahorrar el costo de contratar. Hay muchas estipulaciones, como las reglas para votar, el quórum y otros, que casi todos querrían adoptar. Las leyes generales de sociedades proporcionan estas normas gratuitamente a toda sociedad, permitiendo a los empresarios concentrarse en los asuntos que son importantes para la empresa⁶³.

En otras palabras, la legislación societaria puede complementar los incentivos que las fuerzas de mercado crean para que los administradores se comporten de manera óptimamente beneficiosa para los accionistas. El derecho de sociedades óptimo debe proporcionar un juego de reglas "por defecto" que la sociedad puede adoptar mediante el silencio o rechazar pactando una estipulación a su medida. Las reglas "por defecto" deberían ser aquellas que las partes escogerían si los costos de transacción fuesen cero, pero, dado que estos costos existen, tales reglas deberían minimizar el costo agregado de contratar, es decir, los costos de agencia. El legislador o las cortes deberían tomar dichas reglas de la práctica cotidiana⁶⁴: es decir, encontrar los pactos societarios más usuales y volverlos ley.

Entonces, dado que el único fin del derecho de sociedades es limitar los costos de agencia, las reglas legales que no cumplan esta función no deberían existir. Además, la legislación deberá tener normas imperativas que regulen las relaciones entre administradores e inversionistas únicamente si alguna falla de mercado interviene en el proceso mediante el cual tales estipulaciones son adoptadas, tales como problemas de acción colectiva, externalidades y asimetría en la información, que afectan la capacidad del mercado de fijar el valor de las estipulaciones contractuales⁶⁵.

Es aquí donde existe un debate entre las dos posturas de la tesis contractualista. Easterbrook y Fischel cuestionan la relevancia de estas fallas del mercado: para ellos, los contratos societarios existentes son óptimos o casi óptimos. Por el contrario, Lucien Bebchuk defiende la existencia de normas imperativas cuando la sociedad ya se ha constituido. Según él, las partes racionales e informadas, al momento de constituir una sociedad, reconocen que es deseable que una modificación al pacto social no requiera un acuerdo por unanimidad de la junta. Sin embargo, también reconocen que ningún procedimiento de modificación (como el que requiere el voto de la junta o una opinión favorable del directorio) evita que la junta adopte modificaciones que hacen que la sociedad pierda valor. En consecuencia, las partes tenderán a incluir en el acto constitutivo una estipulación que limite los pactos en contrario de ciertas normas. Por lo óptima que resulta, una estipulación de esta naturaleza debería ser una regla en el derecho de sociedades exigible salvo que las partes hayan acordado lo contrario en el acto constitutivo⁶⁶,

63. EASTERBROOK, Frank H. y FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts), London (England), 1991, p. 34.

64. KLAUSNER, Michael. *Op. Cit.*, pp. 768-769.

65. *Ibid.*, p. 769.

66. Un ejemplo. Imagine que existe una norma que prohíbe que la sociedad otorgue préstamos para adquirir sus propias acciones y que se puede pactar en contra de esta norma en el acto constitutivo. Una sociedad X se constituye sin pactar contra dicha norma. Los socios fundadores tenderán a adoptar una estipulación que prohíba modificar el estatuto social para pactar en contrario de dicha norma. Como esta regla resulta óptima, el derecho de sociedades debería contener una norma jurídica con este tenor: "Salvo que los socios fundadores hayan acordado lo contrario en el acto constitutivo, la sociedad no puede modificar su estatuto social para otorgar préstamos a terceros para adquirir sus propias acciones". Lo que resulta es una norma imperativa.

con lo que el derecho deberá establecer un catálogo de normas contra las cuales no será posible el pacto en contrario⁶⁷.

Sin embargo, nótese que Bebchuk únicamente defiende la existencia de las normas imperativas *in midstream* (o sea, una vez que la sociedad ya se ha constituido). Tanto Easterbrook y Fischel como Bebchuk coinciden en que la libertad contractual en el acto constitutivo produce contratos socialmente óptimos. De más está decir que la legislación societaria moderna está lejos de adoptar totalmente la tesis contractualista, pues existen abundantes normas societarias imperativas contra las cuales no se puede pactar en contrario ni siquiera en el acto constitutivo.

La existencia de normas imperativas en la legislación societaria moderna permite indicar que la tesis contractualista no ha sido recogida totalmente por el derecho. Sin embargo, también es cierto que hay posturas que abogan por un derecho más dispositivo⁶⁸.

IV. TEORÍA ECONÓMICAS SOBRE LA SOCIEDAD

Las teorías económicas de la sociedad han aparecido cuando el derecho de sociedades ya marchaba hacia la *shareholder primacy*. En consecuencia, los aportes de la economía al debate sobre la naturaleza de la sociedad están imbricados en los abundantes trabajos que han desarrollado la *shareholder primacy* y, más aun, la teoría contractualista. Para complementar lo expuesto hasta aquí, no obstante, es importante revisar brevemente sus lineamientos básicos.

1. Teoría neoclásica

Durante buena parte del siglo veinte, la literatura económica sobre la empresa estuvo dominada por la teoría neoclásica. Esta teoría entiende a la sociedad como un juego de planes de producción factibles, dirigidos por un gerente desinteresado y cumplidor. Asume que el gerente compra insumos actuales y futuros y vende productos actuales y futuros, en mercados *spot* y *forward*, anónimos y competitivos. En este modelo, no hay necesidad de crédito (pues todos los pagos son realizados en el día), los proveedores de insumos no tienen una relación personal con la empresa, y los únicos *stakeholders* son los propietarios de la empresa. El gerente actúa en interés de estos propietarios mediante la maximización de la utilidad de la empresa.⁶⁹

La teoría neoclásica presenta una perspectiva bastante reducida de la empresa y no aporta ningún elemento de juicio al debate sobre los deberes fiduciarios, la representación del directorio o los derechos de voto, pues describe un mundo sin conflictos de interés. Por esa razón, ha sido caldo de cultivo para el surgimiento de la teoría contractualista (véase *supra* § III). Tampoco aporta ninguna idea sobre cómo se organiza la producción y se maximiza la utilidad ni cómo se fijan los límites de las empresas.

2. Teoría de los costos de transacción

El trabajo de Ronald Coase sobre la naturaleza de la empresa postula que, en ciertos supuestos, los costos de pensar, planear y contratar que acompañan una transacción serán menores si esta es llevada a cabo dentro de una empresa y no en el mercado. Estos costos (por ejemplo, los costos de regatear y aprender en una relación de trabajo) se reducirán si se le da a una de las par-

67. BEBCHUK, Lucien. *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*. En: Harvard Law Review, Volumen 102, Número 8, 1989, pp. 1859-1860.

68. Téngase presente, por ejemplo, los clásicos cuestionamientos a la obligatoriedad del objeto social acotado (véase *supra* nota 19), la imposibilidad de limitar la responsabilidad de un socio por las pérdidas sociales o la imposibilidad de revertir una disolución de pleno derecho, entre muchas otras.

69. HART, Oliver. *An Economist's View of Fiduciary Duty*. En: The University of Toronto Law Journal, Volumen 43, Número 3, Special Issue on Corporate Stakeholder Debate: The Classical Theory and Its Critics, 1993, pp. 299-300.

tes autoridad sobre los términos de intercambio. Al interior de la empresa, las transacciones se dan como consecuencia de las instrucciones de la autoridad, con lo cual el mecanismo de negociación y fijación de los precios es suprimido. Sin embargo, Coase reconoce que mantener una sola autoridad puede generar costos adicionales asociados a los errores que pueda cometer la autoridad y a la rigidez administrativa. Por eso, los límites de la empresa estarán donde los ahorros de costos marginales al interior de la empresa se equiparan a estos costos adicionales⁷⁰.

Sobre la base de la teoría de costos de transacción, la teoría económica que estudia por qué se organiza el trabajo mediante estructuras jerárquicas de gobierno y no mediante operaciones de mercado ha desarrollado tres vertientes: (i) el enfoque agente-principal, que explora los problemas de contratación que surgen cuando una persona contrata a otra para actuar en su nombre; (ii) el enfoque de los derechos de propiedad, que examina los problemas asociados con la coordinación de actividades productivas, donde es muy costoso redactar y exigir contratos completos; y, (iii) el enfoque de la producción en equipo, que considera el rol que una jerarquía puede jugar en atacar los problemas de evasión en la producción en equipo⁷¹.

3. El enfoque del agente – principal

En este enfoque⁷², un principal que quiere desarrollar un proyecto, pero que no puede hacerlo por sí mismo, contrata a un agente

para que lo desarrolle en su nombre. Las relaciones de agencia de este tipo pueden plantear problemas de eficiencia si el principal no puede monitorear al agente fácilmente (como cuando el principal no puede juzgar con precisión la calidad del trabajo del agente) o cuando hay un componente significativo de azar en la relación causal entre lo que el agente hace y los resultados del proyecto. El problema, entonces, es cómo puede hacer el principal para redactar un contrato que motive al agente a hacer lo mejor para cumplir el objetivo del principal.⁷³

El análisis agente-principal asume que el problema se centra en lograr que el agente haga lo que el principal quiere, pero no aborda el escenario opuesto: que el agente podría tener problemas en hacer que el principal cumpla su parte. Tampoco aborda las situaciones en que parte del trabajo del agente es determinar lo que debe hacerse (situación que debe de ser la regla, y no la excepción, en las sociedades abiertas). Un punto relacionado es que el modelo agente-principal asume que es claro quién es el principal, a pesar de que muchas de las relaciones más importantes dentro de las sociedades puede ser más ambigua, pues ambas partes pueden contribuir insumos productivos y ninguna tiene autoridad sobre la otra⁷⁴.

Además, como explica Hart, la teoría del agente-principal trata sobre esquemas de incentivos óptimos, pero no sobre formas organizativas. En consecuencia, no dice nada sobre la natura-

70. HART, Oliver. *An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 89, Número 7, Contractual Freedom in Corporate Law, 1989, pp. 1760-1761.

71. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *A Team Production Theory of Corporate Law*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 85, Número 2, 1999, pp. 257-258.

72. Como se ha mencionado al inicio del presente artículo, el enfoque de agente-principal ha predominado en la literatura, de modo que citar autores particulares que lo desarrollen sería voluminoso. Tómese, como referencia para efectos del presente documento, los ya citados trabajos de los profesores Easterbrook y Fischel y Ayres. También es ilustrativo BLACK, Bernard. *Shareholder Passivity Reexamined*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 89, Número 3 (diciembre de 1990), pp. 520-608, quien sostiene que el *shareholder monitoring* es posible: que no ha fracasado, sino que no ha sido intentado.

73. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *Op. Cit.*, pp. 258-259.

74. *Ibid.*, p. 259.

leza y los alcances de la empresa⁷⁵. Sin embargo, es claro que muchas normas del derecho societario están alimentadas por el enfoque agente-principal. Tan solo por citar un ejemplo, téngase presente las normas que prohíben a la administración de una sociedad desplegar medidas contra ofertas de adquisición hostiles⁷⁶.

4. El enfoque de los derechos de propiedad

La teoría que define a la empresa como un conjunto de activos bajo propiedad (y control) común, uno de cuyos principales exponentes es Oliver Hart, busca explicar el "tamaño" de las sociedades, es decir, por qué se limitan las actividades desarrolladas por una sociedad o por qué se celebran adquisiciones y ventas o fusiones y escisiones⁷⁷. Para Hart, cuando las partes acuerdan tener una relación productiva de largo plazo, la redacción de contratos "completos", que prevean todo tipo de supuestos, suele ser costosa o imposible, razón por la cual la teoría económica y legal ha enfocado su atención en el estudio de los contratos "incompletos" y, en particular, en cómo las partes en una relación pueden completar sus acuerdos sobre qué hace y obtiene cada uno en el curso de la relación. Uno de los mecanismos que ha sido identificado es asignar derechos de propiedad a una de las partes, que otorgan a esa parte un derecho residual de control sobre los activos usados en la empresa⁷⁸.

Hart parte de la premisa de que los costos de transacción evitan que un contrato para una

inversión en una relación regule todos los supuestos, por lo cual es esperable que no regulará algunos aspectos del uso de "activos no humanos". Asume, además, que el propietario de tales activos tiene los derechos residuales de control sobre dicho activo, es decir, el propietario tiene el derecho de usar el activo de cualquier manera que no contravenga la ley o un contrato asumido por el propietario. En este escenario, la teoría señala que tales derechos residuales incidirán *ex post* en el reparto del excedente y el poder de negociación de las partes y, determinando, además, el incentivo de las partes para invertir en la relación⁷⁹. Se explica esto a continuación.

Al aplicar la teoría de los derechos de propiedad a las sociedades (principalmente, las sociedades de accionariado difundido), se establece una dualidad entre los "propietarios" de la sociedad (que, según se entiende, serían los accionistas) y los "proveedores" de insumos. El grado de control y la participación en las utilidades de los proveedores es delineado con claridad *ex ante*, mientras que el propietario retiene los derechos de control residuales y recibe la utilidad residual luego de que las obligaciones contractuales de la sociedad han sido cumplidas⁸⁰.

Ahora, tómesese, como ejemplo, el caso de dos empresas A y B que han celebrado un contrato de suministro en virtud del cual B fabrica y vende a A insumos que son usados en la producción de esta última. Supóngase que la demanda de los productos de A aumenta y, en consecuencia,

75. HART, Oliver. *An Economist's Perspective on the (...)*, Op. Cit., pp. 1759-1760.

76. A manera de ejemplo, el artículo 56°, inciso c) del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión peruano ["Desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor, deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas, y abstenerse de realizar o concertar cualquier acto que no sea propio del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la oferta o favorecer a algún ofertante, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros"].

77. HART, Oliver. *An Economist's Perspective on the (...)*, Op. Cit., p. 1764.

78. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. Op. Cit., pp. 259-260.

79. HART, Oliver. *An Economist's Perspective on the (...)*, Op. Cit., p. 1766.

80. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. Op. Cit., p. 260.

A solicita a B incrementar el suministro de insumos por encima de las cantidades pactadas en el contrato. Si B es una empresa independiente, su administración podría negarse a realizar el suministro adicional o podría requerir a A el pago de un precio mucho más alto por este suministro, pues el poder de negociación de B sería más fuerte que el de A. Por el contrario, si A fuera propietaria de la fábrica de B, la administración de B impondría un costo mucho menor o se enfrentaría a la amenaza de ser removida, pues el poder de negociación de A sería más fuerte que el de B⁸¹.

Del mismo modo, si A fuese propietaria de B, A tendrá más incentivos para invertir en la maquinaria para la planta de B que sirve específicamente a los intereses de A, pues el riesgo de que terceros se aprovechen de tales inversiones (lo que podría ocurrir, por ejemplo, si B suministrase los mismos insumos a C) se reducen. De otro lado, si B fuese una empresa independiente, la administración de B tendría más incentivos para invertir en ahorro de costos administrativos (innovaciones que no benefician directamente a A), pues tendrá más probabilidades de beneficiarse de esas medidas, y podría, como se ha explicado en el párrafo anterior, amenazar a A con denegar el suministro si es que A no incrementa el acceso de B a las ganancias de A⁸².

Finalmente, un empleado que trabaja con los activos de B en la mejora de un proceso productivo que beneficia exclusivamente a A será mejor recompensado y tendrá más incentivos en mejorar el proceso productivo si A es propietaria de B, pues el empleado podrá negociar directamente con A. En cambio, si B se mantiene independiente, el empleado negociará con B, quien a su vez negociará con A. En este último caso, existe el riesgo de que la negociación de

A con B no sea exitosa y, además, el riesgo de que B se quede con parte de los beneficios⁸³.

Del modelo antes expresado, Hart concluye que, cuando los activos son extremadamente complementarios y las empresas son independientes, los administradores y los empleados tienen menos incentivos porque sus probabilidades de acceder a las ganancias de su productividad marginal disminuyen. Por lo tanto, cuando los activos son altamente complementarios, deberían ser de propiedad común y es recomendable la constitución o integración de una sola empresa. De ello se deduce que, si dicha empresa crece demasiado hasta el punto de que el incremento en la productividad periférica no se deba a la actuación de la administración central, el administrador y el empleado tendrán menos incentivos para innovar o trabajar en el negocio de la compañía, pues sus probabilidades de acceder a las ganancias disminuyen. En tal escenario, es más conveniente escindir la empresa⁸⁴.

La teoría de los derechos de propiedad ha sido criticada por no ser una teoría sobre las sociedades: no se requiere del derecho de sociedades para lograr los efectos de la propiedad común. Además, esta teoría caracteriza incorrectamente el tipo de derecho del que son titulares los accionistas en sociedades abiertas. Más aun, no tiene en cuenta que uno de los principales activos que la sociedad usa en su proceso productivo es el conocimiento que reside en las mentes de sus empleados⁸⁵.

Combinando la teoría del agente-principal con la de los derechos de propiedad, queda que el principal, que es el propietario del conjunto de activos, delega derechos residuales de control a sus agentes (por ejemplo, el directorio), quienes están a cargo de adminis-

81. HART, Oliver. *An Economist's Perspective on the (...)*, Op. Cit., p. 1767.

82. *Ibid.*, pp. 1767-1768.

83. *Ibid.*, p. 1768.

84. *Ibid.*, p. 1770.

85. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *Op. Cit.*, pp. 260-261.

trar los activos en interés del principal. Puede ocurrir que el directorio, a su vez, delegue en otros (por ejemplo, los gerentes) esta función y estos, en otros, formándose una pirámide. En la medida que se ha entendido que los accionistas, que se ubican en la cúspide de la pirámide, son los titulares residuales de todas las ganancias luego de que el pasivo de la sociedad haya sido satisfecho, la combinación del modelo agente-principal con el modelo de derechos de propiedad no ha hecho sino reforzar el argumento de que los administradores deben conducir la sociedad con el solo propósito de maximizar los intereses de los accionistas.

5. Teoría de la producción en equipo

En su artículo *Production, Information Costs and Economic Organization* de 1972, Armen A. Alchian y Harold Demsetz definieron la producción en equipo como la "producción en la que 1) diferentes tipos de recursos son utilizados y 2) el producto no es una suma de resultados de cada recurso cooperante. Un factor adicional crea un problema de organización del equipo- 3) no todos los recursos usados en la producción en equipo pertenecen a una sola persona"⁸⁶. Dado que el resultado del proceso productivo es indivisible, no es posible determinar quién es responsable de qué parte de dicho resultado. Por ello, si los miembros del equipo acuerdan de antemano repartir los ingresos en cantidades fijas, surgirán problemas de *free-riding*: cada miembro del equipo tendrá incentivos para evadir el trabajo, pues tendrá las mismas ganancias, independientemente del esfuerzo que realice. Por otro lado, si los miembros del equipo simplemente acuerdan repartir los ingresos luego todos tendrán incentivos para adoptar una conducta orientada a la búsqueda de ganancias⁸⁷.

Por eso, Alchian y Demsetz proponen que un método de reducir la evasión es que alguien se especialice en ser un monitor que verifique el desempeño de los miembros del equipo. Naturalmente, surge un problema al momento de explicar quién monitoreará al monitor. Una restricción al monitor podría ser la competencia en el mercado con otros posibles monitores. Sin embargo, los autores reconocen que, para que la competencia sea una restricción efectiva, los competidores deberían saber dónde existe evasión y con qué características, lo cual resulta costoso. Además, el competidor que reemplaza al evasor también tendrá incentivos para evadir. Por eso, existe otra restricción que puede funcionar con este monitor: darle un derecho sobre los resultados netos del equipo, neto de pagos a otros proveedores de insumos. Si los propietarios de los insumos acuerdan con el monitor que él recibirá cualquier producto residual sobre los montos establecidos, el monitor tendrá un incentivo para no evadir su tarea de monitor⁸⁸.

Fue Bengt Holmstrom quien abordó un problema que ya había tratado la teoría del agente – principal: la dificultad que enfrentará el monitor en detectar y castigar la evasión entre los empleados. Él concluía que es imposible redactar un contrato que establezca incentivos apropiados para no evadir. Para los empleados siempre será óptimo evadir porque disfrutarán todos los beneficios, pero soportan solo una parte del costo. Por ello, la única manera de eliminar estos desincentivos es hacer que cada miembro del equipo soporte el costo total de su propia evasión. Desafortunadamente, ya que no es posible que los miembros del equipo sean individualmente monitoreados, la única manera es castigar a todos ellos si hay evidencia de que alguno evadió. En consecuencia, si el equipo genera un excedente (por encima de la diferencia presupuestada entre ingresos y egresos), pero no hay evidencia de que ninguno evadió, tal ex-

86. ALCHIAN, Armen A. y DEMSETZ, Harold. *Production, Information Costs and Economic Organization*. En: *The American Economic Review*, Volumen 62, 1972, p. 266.

87. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *Op. Cit.*, p. 266.

88. ALCHIAN, Armen A. y DEMSETZ, Harold. *Op. Cit.*, pp. 781-782.

cedente debería ser absorbido por un *outsider*. Este *outsider* sería nada más y nada menos que los accionistas. Así: "el problema del *free-rider* (...) puede ser satisfactoriamente resuelto si la propiedad y el trabajo están parcialmente separados. Esto otorga a las sociedades de capital una ventaja sobre las sociedades de personas"⁸⁹.

Sobre la base de la teoría de la producción en equipo, y sin renegar del enfoque contractualista, Margaret Blair y Lynn Stout proponen asignar derechos de control no a los accionistas, sino a un tercero, los directores, a quienes se les encargaría proteger la "coalición corporativa" y repartir las ganancias entre los diferentes *stakeholders*, cuidando a la sociedad solo de un grave *self-dealing* por parte de los directores. A esto le denominan el enfoque de la jerarquía mediadora⁹⁰. Aunque sus argumentos pueden llegar por momentos a ser cautivantes, el derecho de sociedades ha marchado, hasta ahora, por otro camino.

V. UNA PERSPECTIVA DESDE EL DERECHO PRIVADO: SEPARACIÓN PATRIMONIAL

Como explican Hansmann y Kraakman, el derecho de sociedades comerciales ya había alcanzando un notable grado de convergencia mundial al final del siglo diecinueve. Para ese entonces, los negocios de gran escala en las principales jurisdicciones comerciales estaban organizados en una sociedad comercial y las principales características de la sociedad eran esencialmente idénticas: (a) personalidad jurídica, que implicaba la capacidad de obligar a la sociedad mediante contratos y garantizar dichos contratos con activos de propiedad de la sociedad y no de los propietarios de la sociedad; (b) responsabilidad limitada de los propietarios y gerentes; (c) propiedad común de los inversio-

nistas de capital; (d) administración delegada; y (e) acciones transferibles. Para 1900, todas las jurisdicciones comerciales importantes ya contaban con una forma societaria que reunía las características antes indicadas⁹¹.

De todas las características de la sociedad moderna, un enfoque del derecho privado postula que la responsabilidad limitada es la más importante de todas. La responsabilidad limitada significa que solo el patrimonio de la sociedad responde por las obligaciones incurridas por los participantes en el contrato corporativo y que ni los accionistas, ni los administradores, ni los empleados deben ser responsables por tales obligaciones. Ninguna teoría de la sociedad puede ser construida sin tener en cuenta este atributo, por lo cual la responsabilidad limitada debe surgir del estudio de las relaciones jurídicas que se forman al interior de la sociedad.

La primera de las relaciones se forma entre los accionistas fundadores. En virtud del pacto social, los accionistas se obligan a aportar bienes o derechos a cambio de un derecho residual sobre el patrimonio, pero en ningún caso un derecho de propiedad y menos aún facultades de administración. Los fundadores también nombran a los administradores que manejarán el patrimonio de la sociedad. Además, según este pacto social, los accionistas no son agentes los unos de los otros y, por tanto, no son tampoco fiduciarios mutuos. De ello se desprende, entonces, que la identidad de cada accionista es irrelevante, por lo que los derechos y obligaciones inherentes a una acción no dependen de quién es su titular⁹². Puede verse entonces cómo la responsabilidad limitada de un accionista frente a otro puede llegar a ser un fundamento de la libre transferibilidad de las acciones.

89. HOLMSTROM, Bengt. *Moral Hazard in Teams*. En: *The Bell Journal of Economics*, Volumen 13, Número 2, 1982, pp. 338-339.

90. BLAIR, Margaret y STOUT, Lynn. *Op. Cit.*, pp. 319-321.

91. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. *Op. Cit.*, pp. 439-440. También IWAI, Katsuhito. *Op. Cit.*, p. 589.

92. NEYERS, Jason W. *Corporate Law, Veil-Piercing and the Private Law Model Corporation*. En: *The University of Toronto Law Journal*, Volumen 50, Número 2, primavera de 2000.

Por otra parte, una segunda relación que establece responsabilidad limitada es el contrato entre los administradores y el total de accionistas, mediante el cual los administradores se obligan a manejar el patrimonio social con cuidado y lealtad, a fin de maximizar su valor presente neto (como explicaban Macey y Miller, los deberes fiduciarios vienen a rellenar los espacios en blanco de este contrato⁹³).

Sin perjuicio de ello, es notable el desarrollo de Hansmann y Kraakman, quienes afirman que el papel más importante del derecho organizacional (que abarca el derecho de sociedades) es la separación patrimonial afirmativa o *affirmative asset partitioning* (y no la separación patrimonial defensiva o responsabilidad limitada): es decir, la protección de los activos de la sociedad contra demandas interpuestas por los acreedores de los accionistas o administradores. Según ellos, la separación afirmativa establece un *priority with liquidation protection*, en virtud del cual los acreedores de la sociedad tienen un derecho prioritario sobre los activos de la sociedad y, además, si un accionista cae en insolvencia, los acreedores de dicho accionista están impedidos de liquidar los activos de la sociedad. A lo mucho los acreedores podrán convertirse en accionistas y proponer, de ser el

caso, la liquidación de la sociedad⁹⁴. En la práctica, la profusión de doctrinas que defienden el levantamiento del velo societario por abuso de personalidad jurídica refuerzan la idea de que el elemento central del derecho organizacional es la mencionada separación afirmativa.

VI. CONCLUSIÓN

El derecho de sociedades moderno es resultado de la interacción a lo largo de los dos últimos siglos de los diferentes entendimientos sobre el concepto de sociedad que, desde el derecho y, posteriormente, la economía, han sido aportados. Desde la concepción decimonónica de la sociedad como un ente artificial y de derecho público hasta el modelo privatístico de la *shareholder primacy*, sin dejar de mencionar a la teoría contractualista y sus correlatos en la literatura económica, todos estos pensamientos han contribuido de uno u otro modo. Resulta claro que la *shareholder primacy* es el modelo predominante en el derecho de sociedades a la fecha, aunque no de manera absoluta y tampoco libre de cuestionamientos, como lo demuestran, por ejemplo, la jurisprudencia de Delaware en materia de adquisiciones hostiles en *Unocal y Time* y, en la doctrina, el modelo de la *mediating hierarchy* propuesto por Blair y Stout.

93. MACEY, Jonathan y MILLER, Geoffrey. Op. Cit., p. 423.

94. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. *The Essential Role of Organizational Law*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 110, Número 3, 2000, pp. 390, 394.