

LA EFICIENCIA DEL CONTROL DEL SELF-DEALING CORPORATIVO: LA TEORÍA SE ENCUENTRA CON LA REALIDAD⁽¹⁾

ZOHAR GOSHEN

Profesor de Derecho visitante en la Facultad de Derecho de la Universidad de Columbia Law School.
Profesor de Derecho en la Universidad Hebrea de Jerusalén, J.S.D.
Magister en Leyes por la Universidad de Yale.

SUMARIO:

I. Introducción.- II. El Problema del Self-dealing y Posibles Soluciones: 1. El Self-dealing y el Mecanismo de Votación; 2. Posibles Soluciones al Self-dealing: 2.1. Prohibición del Self-dealing; 2.2. El Voto de la Mayoría-de-la-Minoría; 2.3. El Test de Equidad; 2.4. La no-intervención.- III. Características de las Soluciones Preferidas: 1. Normas de Propiedad versus Normas de Responsabilidad; 2. Valoraciones Subjetivas Versus Valoraciones Objetivas; 3. La División del Superávit; 3.1. División Directa del Superávit; 3.2. Frecuencia de las Transacciones.- IV. Factores que Determinan una Solución Correcta: 1. Costos de Negociación; 2. Costos de Adjudicación; 3. Mecanismos del Mercado: 3.1. El Mercado para el Control Corporativo; 3.2. El Mercado de Capitales; 3.3. Inversores sofisticados; 3.4. La Repuación Corporativa; 4. Panorama y Análisis Comparativo: 4.1. Los Estados Unidos (Delaware); 4.2. El Reino Unido; 4.3. Canadá; 4.4. Alemania; 4.5. Italia.- V. Conclusión.

El self-dealing corporativo se puede controlar ya sea mediante normas jurídicas o por las fuerzas no compulsivas del mercado. Las opciones regulatorias incluyen la prohibición absoluta del self-dealing, la prohibición de la votación con conflicto de intereses (el requisito de "la mayoría de la minoría") y con la imposición de obligaciones justas (el "test de equidad"). Aplicando un análisis económico, el presente artículo presenta un marco teórico singular para la evaluación de la eficiencia relativa de los intentos por controlar el self-dealing adoptado en cinco países: Los Estados Unidos (Delaware en especial), el Reino Unido, Canadá, Alemania e Italia.

El análisis del artículo sobre el problema del self-dealing se basa en la teoría reciente de que las protecciones jurídicas pueden clasificarse en "normas de propiedad" y en "normas de responsabilidad", no solo en el contexto de los derechos individuales, sino también en el de los derechos grupales. Aplicando esta teoría a las transacciones de self-dealing en el que el "grupo" está compuesto por los accionistas minoritarios, el autor demuestra que las soluciones más efectivas al problema del self-dealing pueden clasificarse, ya como una norma de propiedad, o como una norma de responsabilidad. El requisito del voto de la mayoría-de-la-minoría, que impide que cualquier transacción se realice sin el consentimiento del grupo minoritario, puede ser definido como una norma de propiedad. El test de equidad, que permite que las transacciones se impongan a un grupo minoritario no deseoso, pero que asegura que la minoría reciba una compensación adecuada en términos de valor de mercado objetivo, puede definirse como una norma de responsabilidad.

En consecuencia, el artículo analiza la elección entre estas dos soluciones como una elección entre una norma de propiedad y una norma de responsabilidad. El autor nos muestra que la elección entre estos dos tipos de normas –propiedad o responsabilidad– es una función de los costos de transacción totales en un sistema jurídico particular. Estos costos de transacción incluyen los costos de negociación que provienen de una norma de propiedad, los costos de adjudicación asociados con la norma de responsabilidad y diversos factores específicos de jurisdicción incluyendo la eficacia del sistema judicial y la eficiencia de los mecanismos de mercado (por ejemplo, el mercado para el

⁽¹⁾ El presente artículo fue traducido al español por Jorge Eskandar Frauli Pérez y Ronald Cross Baragán, miembro de la Comisión de Edición de la Revista **ADVOCATUS**. Agradecemos a Thomas Thorndike por su ayuda en la obtención del mismo.

⁽²⁾ Por los comentarios y sugerencias valiosas me gustaría agradecer a Yisha Beer, Barry Adler, Eyal Benvenisti, Lisa Bernstein, Bernard Black, Haroch Dagan, Robert Daines, Luca Enriques, Jesse Fried, Ronald Gilson, Victor Goldberg, Henry Hansmann, Alan Harel, Marcel Kahan, Ehud Kamar, Avery Katz, Kon Sik Kim, Michael Klausner, Gideon Parchomovski, Katharina Pistor, Ariel Porat, Eric Posner, Uriel Prociocios, Edward Rock, Mark Roe, Roberta Romano, Alex Stein, Charles Tabb, Oren Yiftin, los participantes del seminario en la Columbia Law School, Facultad de Derecho de la Universidad Hebrea, Facultad de Derecho de la Universidad Stanford y la Facultad de Derecho de la Universidad de Tel Aviv. Por su excelente ayuda en la investigación, agradezco a Laurence Burger, Rebecca Harritsen, Yael Listmann y Krishna Venaraghavan.

control corporativo, la eficiencia del mercado de capitales y el tipo de inversionistas activos en el mercado).

El Artículo llega a tres conclusiones principales: Primero, las leyes corporativas deben incorporar alguna forma de protección a la minoría contra el *self-dealing*, como norma imperativa. Segundo, debido a los costos de transacción asociados con cada medio de protección jurídica, no existe una sola solución eficiente apropiada aplicable a todas las jurisdicciones, cualquier solución elegida para lidiar con el problema del *self-dealing* debe tener en consideración las condiciones locales relevantes. Tercero, las normas de Delaware que regulan el *self-dealing*, de las cuales se pensaba eran indeterminadas y opacas, se muestran –por primera vez– como efectivas y coherentes.

I. INTRODUCCIÓN

El *self-dealing* corporativo se encuentra presente en transacciones que implican un conflicto de intereses entre un miembro de la corporación y la corporación.¹ El *self-dealing* es un problema complejo que se puede presentar en muchas acciones y acuerdos corporativos como aquellos entre una corporación y la parte que lo controla, una subsidiaria, un director o un funcionario de la corporación y cualquier otra entidad en la que un accionista pueda tener interés.²

El Derecho Corporativo encara el problema del *self-dealing* de diversas maneras. En Delaware, el estado más importante en cuanto a constituciones de corporaciones en los Estados Unidos, las transacciones están sujetas al test de “entera equidad”: La parte interesada debe demostrar que la transacción es el resultado de “un acuerdo justo” y que refleja un “precio justo”.³ Mientras que el test de equidad es el instrumento dominante para la adjudicación del *self-dealing* en la abrumadora mayoría de las jurisdicciones de los EE.UU.,⁴ no es de ninguna manera la única solución posible a los problemas que plantean los conflictos de intereses en un escenario corporativo. En Canadá, por ejemplo, las transacciones de *self-dealing* pueden ser realizadas solo con la aprobación de los accionistas no interesados.⁵ Este requisito se conoce con frecuencia como la norma de “la mayoría de la minoría”.

¿Qué tan efectivas son estas soluciones al lidiar con el problema del *self-dealing*? ¿Cuáles son las implicancias económicas de los distintos enfoques? ¿Qué factores deben determinar cuál enfoque

¹ El problema del conflicto de intereses es solo una manifestación del “problema de representación” fundamental que domina el derecho corporativo. Ver M.C. Jensen & W.H. Meckling, *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976). Se pueden encontrar antecedentes generales en los escritos del *self-dealing* y la obligación de fidelidad en cualquier texto de derecho corporativo. Ver, e.g., William L. Cary & Melvin A. Eisenberg, *Cases y Materiales sobre Corporaciones* 647-809 (7ma ed. 1995).

² Ver, e.g., *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997) (transacción en la que una corporación y su directorio compraron acciones de una corporación donde el 90% de sus acciones estaban en posesión de un fideicomiso para la familia de un miembro del directorio); *Kahn v. Lynch Communication Sys.*, 628 A.2d 1110 (Del. 1994) (fusión entre un accionista que controla y la compañía); *Wiegand v. Berry Petroleum Co.*, No. 9316, 1991 Del. Ch. LEXIS 37 (Del. Ch. Mar. 27, 1991) (transacción en la que un accionista mayoritario compra todas las acciones minoritarias y hace una fusión de la corporación con la subsidiaria propiedad total de la mayoría); *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985) (una fusión de acción por acción entre la mayoría y la compañía); *Levin v. Seidman Corp.*, 251 A.2d 911 (Del. Ch. 1969) (una decisión de distribución de dividendos relacionados con las relaciones principal-subsidiaria de conflicto); *Dwyer J. Greene & Co. v. Danhill Int'l Inc.*, 249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968) (una fusión entre dos corporaciones en donde la mayoría de los directores de una corporación eran también los directores y funcionarios de la compañía que se fusionaba); *Warshaw v. Calhoun*, 221 A.2d 487 (Del. 1966) (compañía holding privada vendió sus derechos de suscripción a un underwear en vez de pasar sus derechos a sus accionistas); *Hickley v. Int'l Rys. Of Can. Am.*, 171 N.E.2d 443 (N.Y. 1960) (transacción entre una corporación ferroviaria y su accionista dominante); *Stearns v. Hayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107 (Del. Ch. 1952) (fusión entre una principal y su subsidiaria); *Gustaf v. Heyden Chem. Corp.*, 91 A.2d 57 (Del. 1952) (decisión hecha por ciertos accionistas de una corporación para emitir a sí mismos opción de acciones sin haber obtenido la ratificación del accionista); *Weisburger v. UOP Inc.*, 457 A.2d 701, 710-11 (Del. 1983) (manteniendo que una fusión falló por los conflictos de interés y por la negativa de entregar información crítica a los accionistas minoritarios lo que no era justo para el demandante y otros accionistas minoritarios de la corporación demandada).

³ Ver Cal. Corp. Code § 310 (Walt 2000); Del. Code Ann. Tit. 8 § 144 (2001); N.Y. Bus. Corp. Law § 713 (McKinney 2001); Model Bus. Corp. Act § 8.31 (1984); Principles of Corp. Governance § 5 1.09, 1.20, 5.02, 5.07 (1994).

⁴ Ver Ronald J. Dawds & Jeffrey C. Macintosh, *Towards a Distinctive Canadian Corporate Law*, 29 *Osgoode Hall L.J.* 863, 929 (1991).

es preferible? Al pesar de la importancia de estas preguntas, los estudios que realizan análisis realmente comprehensivos del problema del self-dealing son escasos.⁶ Tal como el presente artículo mostrará, la ausencia de un marco analítico ha conducido a los académicos a afirmar que las intrincadas regulaciones del estado de Delaware con relación al self-dealing corporativo⁷ son "opacas" y exhiben un alto grado de "indeterminación".⁸ Sin embargo, cuando las normas de Delaware son analizadas bajo el marco propuesto en el presente artículo, muestran ser eficientes y coherentes.⁹

El presente artículo ofrece un marco comprehensivo para entender la variedad de normas que regulan el self-dealing. Este marco se encuentra en una reciente aplicación de la clasificación conceptual familiar de las protecciones legales en "normas de propiedad" o "normas de responsabilidad". Esta clasificación que es bien conocida en el contexto del análisis de los derechos individuales¹⁰, se aplica en el contexto de los derechos grupales. Dentro de este marco, las normas que regulan el self-dealing corporativo se puede apreciar que proporcionan al grupo desinteresado (la minoría) con la protección contra la expropiación de sus bienes corporativos en la forma ya sea de una "norma de propiedad" o una "norma de responsabilidad".

Una norma de propiedad impide que cualquier transacción con rasgos de self-dealing proceda sin el consentimiento de los accionistas minoritarios. Es decir, una transacción puede solo ser realizada con el consentimiento del grupo desinteresado, con un precio que está en función de la evaluación subjetiva de su valor por parte del grupo. Esta categoría incluye a sistemas que, o niegan a las partes interesadas el derecho a votar en el tema, o exigen la aprobación de la mayoría de la minoría desinteresada.

Una norma de responsabilidad permite que las transacciones con rasgos de self-dealing se impongan a una minoría no deseosa, pero se asegura que la minoría sea adecuadamente compensada, en términos objetivos de valor de mercado. Esta categoría incluye a los sistemas que permiten a un accionista con poder de decisión el votar, a pesar de tener un conflicto de intereses, siempre y cuando la transacción sea "justa".

La clasificación de las soluciones del problema de self-dealing, ya sea como normas de propiedad o normas de responsabilidad, nos proporciona un marco para analizar los factores que influyen en la elección entre estas dos normas. La aplicación del marco de normas de responsabilidad/normas de

⁶ Los trabajos existentes enfocan otros aspectos del problema. Ver Alison Gray Anderson, *Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure*, 25 UCLA L. Rev. 738 (1978) (sugiere "¿Por qué ciertos conflictos de interés están individualizados por una regulación especial?"); Harold Marsh, Jr., *Are the Directors Trustees? Conflicts of Interest and Corporate Morality*, 22 Bus. Law 35 (1966) (proporciona una perspectiva histórica).

⁷ A pesar que la norma básica en Delaware es el test de equidad, cuando la transacción ha sido aprobada por una mayoría de accionistas desinteresados, las leyes de Delaware alteran los requisitos de una o dos formas. En los acuerdos que implican a un accionista controlador, el test de "entera justicia" todavía se aplica, pero la carga que demuestre que la inequidad de la transacción se trasladó a la parte que se opone a la transacción. Ver Kahn, 636 A.2d at 1132. Donde la parte interesada es un director o un funcionario que no es el propietario controlador, la transacción es evaluada por la norma del juicio comercial en vez del test "de entera justicia" más rigida. Ver *Michelson v. Duncan*, 407 A.2d 211 (Del. 1979) (sostiene que donde había una ratificación de un accionista independiente de la acción de un director interesado, el accionista que lo objeto tiene la carga de probar que ninguna persona con un sano juicio comercial ordinario hubiera dicho que la contraprestación recibida por las acciones era un intercambio justo por las opciones otorgadas). Ver *infra* Part III.D.1.

⁸ Elud Kamar, *A Regulatory Cooperation Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 *Colum. L. Rev.* 1908, 1939 (1998) (sostiene que "[l]a ventaja competitiva que obtiene Delaware de la imprecisión legal puede haber dado forma a sus leyes de manera indirecta"); Michael Klausner, *Corporatism, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 *Yale L. Rev.* 757 (1995) (Corporaciones, Derecho Corporativo y Redes de Contratos) (documenta los beneficios de la interpretación judicial de los términos del contrato bajo el Derecho Corporativo de Delaware y argumenta que el paradigma contractual pasa por alto el valor de la externalidad de la red de un término de un contrato ampliamente adaptado por un número de firmas); Edward B. Rock, *Savits and Savits: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA L. Rev.* 1009 (1997) (discute el estilo único de los escritos de la Corte de Delaware).

⁹ Ver *infra* Part II.D.1.

¹⁰ Ver generalmente a Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Rev.* 1089 (1972).

propiedad en el contexto del *self-dealing* corporativo nos ilustra la comprensión de los costos de adjudicación y de negociación sobre los que deben informarse las personas a la hora de elegir las normas que regulan el *self-dealing* corporativo. A su vez, la suma de estos costos está influenciada por la eficacia del sistema judicial local y por los mecanismos del mercado, como el mercado para el control corporativo, la eficiencia de los mercados de capitales y la diversidad, nivel y sofisticación de los tenedores de valores.

La Primera Parte del presente artículo explica el problema del *self-dealing* corporativo como un caso en el que el mecanismo del voto ha fracasado. Destaca las ventajas y desventajas de las posibles soluciones al problema del *self-dealing* incluyendo la prohibición absoluta de dicho *self-dealing*, el requisito del la mayoría-de-la-minoría, el test de equidad y la no-intervención. Este análisis nos conduce a dos conclusiones: (i) las leyes corporativas deben recoger alguna forma de protección a la minoría como una norma obligatoria; y (ii) las soluciones más eficientes al problema son el test de equidad y el enfoque de la mayoría-de-la-minoría.

La Segunda Parte aplica el marco de las normas de responsabilidad/normas de propiedad a la protección de los derechos grupales en el contexto del *self-dealing* corporativo. Mientras que los tests de equidad se definen como un tipo de protección de la norma de responsabilidad, el requisito de la mayoría-de-la-minoría se define como un tipo de protección de la norma de propiedad. Esta distinción del tipo de valoración (subjetiva versus objetiva) pone de relieve la transacción y las ramificaciones de cada solución. El marco de las normas de responsabilidad/normas de propiedad demuestra que la elección entre las normas que controlan el *self-dealing* afecta la división del superávit de las transacciones entre la minoría y la mayoría. Las normas de propiedad transfieren casi todo el superávit a la minoría mientras que las normas de responsabilidad trasladan casi todo el superávit a la mayoría.

La Tercera Parte describe los diferentes factores que afectan la elección de una solución óptima. La utilidad de la elección depende de los costos totales de transacción asociados con un sistema dado incluyendo tanto los costos de negociación que se desprenden de la norma de la propiedad como de los costos de adjudicación asociados con una norma de responsabilidad. A su turno, estos costos se ven afectados por la ineffectividad del sistema judicial local y por los mecanismos del mercado, tales como el mercado para el control corporativo, el mercado de capitales y el tipo de inversionistas activos presentes en el mercado. Finalmente, esta Parte proporciona una perspectiva general comparativa del análisis de cinco sistemas jurídicos –los Estados Unidos (en especial, del Estado de Delaware), el Reino Unido, Canadá, Alemania e Italia– para demostrar la aplicabilidad de la teoría. El análisis en esta Parte nos lleva a dos conclusiones importantes: (i) No existe una sola solución eficiente que se adapte a todos los países. Cualquier solución al problema del *self-dealing* debe estar en conformidad con las condiciones locales (los costos de adjudicación y de negociación) de una cierta jurisdicción dada; y (ii) las normas que regulan las transacciones de *self-dealing* en Delaware, que se pensaban eran indeterminadas y opacas, demuestran ser eficientes y coherentes.

II. EL PROBLEMA DEL SELF-DEALING Y POSIBLES SOLUCIONES

I. El self-dealing y el Mecanismo de Votación

La votación es comúnmente aceptada como el mejor método para extraer el consenso del grupo a partir de las evaluaciones subjetivas dispares de sus miembros. El mecanismo de votación se basa en asumir que la opinión de la mayoría expresa la "preferencia del grupo"; es decir, la elección óptima para el grupo en su totalidad.¹⁷ La votación, sin embargo, solo puede ser efectiva para formular la posición del grupo desde las diversas posiciones personales de sus miembros si el voto de

¹⁷ Ver Shmuel Nitzan & Uriel Procaccia, *Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms*, 51 Pub. Choice 191 (1986). Al votar a favor o en contra de una transacción, cada miembro del grupo evalúa de manera subjetiva los méritos del acuerdo.

cada miembro se basa en una apreciación honesta de sus mejores intereses como miembro del grupo ("votación sincera").¹² Cuando los votantes tienen en cuenta cómo otros miembros del grupo votarán ("votación estratégica")¹³ o voten de acuerdo a un interés personal en conflicto con el interés del grupo ("votación en conflicto de intereses" o "self-dealing"), el proceso de votación deja de funcionar como un indicador de la eficiencia transaccional.

El presente artículo se concentra en el problema del self-dealing, que se presenta cuando los intereses personales de algunos votantes entran en conflicto con los intereses del grupo. En una situación de conflicto, la votación no necesariamente expresa la "preferencia del grupo." Este problema es bastante común cuando una transacción entre el grupo y uno de sus miembros se decide por un voto. En tales circunstancias, la base para la decisión del votante sin duda se concentrará en su propio interés más que en el valor de la transacción para el grupo como un todo. Una situación de self-dealing puede así neutralizar la idoneidad del mecanismo de votación para determinar la preferencia del grupo.¹⁴

Sin embargo, esto no necesariamente implica que todas las transacciones que conllevan un elemento de conflicto de intereses son transacciones ineficientes. Es posible que, en ciertas situaciones, una transacción con un accionista con intereses particulares en esa transacción pueda ser la mejor opción disponible para el grupo. Por ejemplo, una corporación que busca obtener un crédito puede encontrar que, en algunas circunstancias, un préstamo tomado de sus propios accionistas mayoritarios es la opción más económica.¹⁵ En realidad, en algunos casos, una transacción importante puede, simplemente, ser imposible sin dicho self-dealing.¹⁶ Igualmente, un self-dealer puede resultar teniendo una posición privilegiada en el mercado, o incluso una ventaja, que provenga de su proximidad al grupo, con lo que resultaría que un acuerdo con dicho self-dealer representa la mejor opción para el grupo.

2. Posibles Soluciones al self-dealing¹⁷

La cuestión de si las transacciones que implican conflictos de intereses son eficientes o ineficientes constituye la raíz del problema del self-dealing. Por esta razón, una solución adecuada al problema requiere mecanismos que puedan distinguir entre acuerdos eficientes e ineficientes.

propuesto y expresa su perspectiva informacional especial. El proceso de votación agrega las evaluaciones subjetivas de los individuos en una sola posición coherente que exprese el consenso del grupo. Ver Shmuel Nitzan & Jacob Paroush, *Optimal Decision Rules in Uncertain Dichotomous Choice Situations*, 23 *Int'l. Econ. Rev.* 269 (1982). Otro enfoque a la votación es sugerencia de Gilson y Black: "El requisito de la mayoría [se] hace simplemente asumiendo que si hay más accionistas a favor de una transacción que se oponen a ella, las ganancias a los que lo favorecen excederán las pérdidas a aquellos que se oponen y por consiguiente la transacción resultará en una ganancia neta." Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* 643 (2d. Ed. 1995). Otro punto de vista es que el voto debe expresar la mejor aproximación de la elección, la que podría estar implementada si en vez de un grupo, una sola persona tomara la decisión. Ver Lucian A. Bebchuk, *The Self-Dealing Standard for Takeover Policy*, 17 *J. Legal Stud.* 197 (1988).

¹² Ver, SEN, *Amartya, Behavior and the Concept of Preference*. En *Rational Choice* 60 (Jon Elster ed., 1986).

¹³ El problema de la votación estratégica también se ha tratado en otros lugares. Ver, GOSHEN, Zohar, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?* 70 *S. Cal. L. Rev.* 741 (1997) (analiza las fuentes para la votación estratégica y propone una solución).

¹⁴ Ver ARROW, Kenneth J., *Social Choice and Individual Values* (2d. ed. 1963); BLACK, Duncan, *The Theory of Committees and Elections* (1958); Gilson & Black, nota 11, *supra* en 649.

¹⁵ La tasa de interés del préstamo se determinará sobre la base, entre otras cosas, de la información existente acerca de la corporación. Mientras que puede resultar difícil presentar un retrato exacto de una corporación a un prestamista externo —porque, entre otras razones, parte de la información se basa en estimados y evaluaciones, y un prestamista tiende a retener los datos con los que se le presenta con desconfianza— el accionista/prestamista tendrá mejor acceso a dicha información y a una mejor idea de su confiabilidad.

¹⁶ Ver, e.g., *Case v. New York Cent. R.R.*, 204 N.E.2d 643 (N.Y. 1965) (sostiene que la decisión del directorio para consultar los impuestos ante la compañía principal que sufrió pérdidas y su subsidiaria que registró ganancias creó un ahorro de los impuestos lo que no constituye un acuerdo injusto).

¹⁷ En el presente artículo me concentro en las transacciones self-dealing y en las normas concernientes a ellas al nivel de los accionistas que se oponen al nivel del directorio. Así, la discusión se confina a las tensiones inherentes en el voto accionista concerniente a las transacciones de self-dealing. Para un análisis relativo al directorio, ver, ENRIQUES, Luca, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, 2 *Int'l & Comp. Corp. L.J.* 297 (2000).

Cualquier solución al problema de la votación con conflictos de intereses debe maximizar la ejecución de tratos eficientes y minimizar la ejecución de los ineficientes. Desde esta perspectiva, la presente Sección evalúa el rango de soluciones que el derecho corporativo ha establecido para afrontar el problema del *self-dealing*.

2.1. La Prohibición del *Self-dealing*

En el extremo del rango de soluciones esta la opción de establecer una prohibición directa a las transacciones de *self-dealing*. Esta solución proviene de una visión fundamentalmente negativa de las transacciones marcadas por un conflicto de intereses. Históricamente, las Cortes han adoptado esta visión: Cualquier acuerdo nacido de un voto de conflicto-de-interés era anulable y podía ser repudiado por la corporación independientemente de sus términos o de su conveniencia a la corporación.¹⁸ En la práctica, este enfoque es idéntico al requisito de la aprobación unánime de las transacciones que impliquen un conflicto de interés.¹⁹ Un requisito de unanimidad elimina el problema del conflicto de intereses ya que es el grupo entero que sostiene la transacción. Cuando el grupo entero lo consiente, no hay riesgo de daño a ninguna persona del grupo.

Ostentiblemente, este enfoque "soluciona" el problema: El *self-dealing* no se producirá bajo un régimen que lo prohíba.²⁰ Si el *self-dealing* se considera pernicioso, una prohibición directa es una solución simple. Dicha norma sería de fácil aplicación ya que obviaría la necesidad de realizar evaluaciones complicadas. Y sería efectiva al impedir la mayoría de los acuerdos ineficientes.

Por otro lado, si nuestra posición inicial fuera que un número significativo de las transacciones de *self-dealing* son eficientes a pesar de la presencia de un conflicto de intereses²¹, una prohibición directa significará un precio demasiado costoso—la pérdida de muchísimas transacciones eficientes. Un requisito de unanimidad podría frustrar muchas otras transacciones que podrían beneficiar a la corporación y podría maximizar el riesgo de error²² y postergación.²³ Un solo voto negativo podría ser suficiente para frustrar la transacción independientemente de si la oposición es el resultado estratégico de una negativa a postergarlo o un error de buena fe en cuanto al mérito del acuerdo. Desde esta perspectiva, una prohibición directa o un requerimiento de unanimidad es irreconciliable con el fin de preservar la ejecución de transacciones eficientes y, es por tanto, demasiado extrema para que sirva como una solución general al problema.

2.2 El Voto de la Mayoría-de-la-Minoría

En lugar de prohibir totalmente las transacciones de *self-dealing*, la solución del voto de la mayoría-de-la-minoría utiliza el mecanismo de votación para determinar el consentimiento del grupo, excluyendo de la misma a aquellos accionistas con un conflicto de intereses respecto a dicha transacción. Esta solución asume que solamente los votos de los miembros no interesados del grupo son relevantes para determinar la "preferencia del grupo". Si los participantes que quedan en la

¹⁸ Ver *Mundy*, nota 6 supra.

¹⁹ Históricamente, los cambios fundamentales en la corporación—e.g., las disoluciones, fusiones, cambios en la estructura financiera o la carta corporativa—requerían de consentimiento unánime. Ver CAUD, Joseph E., *New Approaches of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding*, 32 Am. Bus. L.J. 17 m. 25-31 (1994).

²⁰ Por supuesto, ya que el descubrimiento y el cumplimiento de la ley nunca son perfectos, algún *self-dealing* ocurrirá, al igual que la prohibición de los actos de furto no lo elimina.

²¹ Ver supra las notas que acompañan al texto 15-16.

²² Mientras más grande sea la decisión que destruya de apoyo entre los accionistas, más grande serán las probabilidades de que esta decisión sea una transacción eficiente para el Grupo. Sin embargo, esta posibilidad aumentada de alcanzar una decisión eficiente tiene su precio: los acuerdos que disfrutan el apoyo de una mayoría regular pero fallan en alcanzar el ítem unánime serán rechazados. Por tanto, el requisito de unanimidad aumenta el riesgo de error aumentado la influencia de la minoría sobre el resultado.

²³ La postergación es una forma de votación estratégica en la que el votante que piensa que una transacción es valiosa, pero sigue oponiéndose a ella en un intento de extraer mayores ganancias personales a cambio de su consentimiento. Ver Goshen, *supra*, nota 13.

cédula (la minoría) forman un grupo grande, es razonable que se asuma que el voto en realidad sí refleja la preferencia del grupo.

La prohibición de votar en caso de existir un conflicto de interés tiene dos beneficios principales: (i) impide al *self-dealer* que imponga una transacción a una minoría que no la desea; y (ii) ya que dicho enfoque se basa en el consentimiento, es innecesario llevar la transacción ante las Cortes para una evaluación objetiva.

Sin embargo, poner la toma de decisión en manos de la minoría podría precluir transacciones eficientes en ciertas situaciones. Por ejemplo, cuando la minoría está compuesta por un pequeño grupo, la amenaza del voto estratégico aumenta.²⁴ Ya que la mayoría interesada —obviamente— apoyará la transacción, la minoría, o algunos de sus miembros, podrían negarse a aceptar para obtener una mayor tajada en la ganancia esperada de dicha transacción. Mientras que la suma arrancada por la fuerza deje a la mayoría con cierta cantidad como ganancia, la transacción podrá todavía ser realizada. Pero si la minoría o algunos de sus miembros lleva muy lejos el intento de la obtener dicho beneficio, al punto de impedir que dicha transacción sea aprobada, se puede llegar a perder una transacción eficiente. Igualmente, incluso una negativa "razonable" de votar a favor de la transacción precluirá una transacción si la mayoría interesada se niega a conceder las demandas de la minoría opositora por razones estratégicas, tales como la defensa de su reputación.

2.3. El Test de Equidad

Hay otro enfoque que permite al *self-dealer* votar, pero dispone que estas transacciones sean posteriormente examinadas por un organismo independiente, tradicionalmente las Cortes, sobre una base de valorización objetiva para determinar si cumplen con ciertos estándares impuestos por la ley. El estándar más relevante para nuestros fines es el test de equidad.

Bajo el test de equidad, las Cortes hacen una evaluación sustantiva de la transacción en cuestión.²⁵ Por ejemplo, supongamos que un accionista controlador ha vendido a la compañía un bien por \$100 y la transacción es aceptada. Un accionista minoritario podría alegar que la transacción ha violado el test de equidad. La Corte que tenga que pronunciarse sobre el tema, tendrá que determinar objetivamente si el bien vale en realidad \$100, quizá mediante la designación de un tasador independiente para realizar dicha determinación. Bajo el test de equidad, la Corte evalúa los términos de la transacción comparando los mismos con los parámetros fijados por el mercado.²⁶

Esencialmente, una solución que mantiene una transacción en el estándar de equidad deja que una persona con un conflicto de intereses efectúe un "taking" es decir, que imponga la transacción a la minoría, pero permitiendo a la minoría reclamar ante las Tribunales, alegando que la transacción ha sido injusta.²⁷ Es importante notar, sin embargo, que el test de equidad no asegura a la minoría el mejor resultado posible. La protección del test-de-equidad no es más que una garantía de que la transacción será justa²⁸, y que la porción de la ganancia a la que accederá la minoría por la transacción, se dará en términos similares a aquellos que se podría esperar de una transacción normal entre compradores y vendedores deseosos de concretar dicha transacción. El uso de un estándar de

²⁴ Ver *id.*

²⁵ Para los casos en los que las Cortes hacen una evaluación, ver *supra* nota 2.

²⁶ Ver, e.g., Robert Charles Clark, *Corporate Law* 166 (1996).

²⁷ El deber de lealtad tiene un efecto similar. Ver, e.g., *Zahn v. Transamerica Corp.*, 162 F.2d 36 (9d Cir. 1947). Al imponer una obligación de lealtad, la ley requiere que la mayoría ejerza su discrecionalidad de buena fe en beneficio del grupo como un todo. Determinar si la obligación se violó en un acuerdo con conflicto de intereses requiere de una evaluación objetiva del acuerdo.

²⁸ Ver nota 58 *infra* y el texto que lo acompaña.

medición objetivo no deja lugar a la valorización de las características únicas o especiales del bien que puedan afectar el valor que las partes mismas realmente le atribuyen al mismo.²⁹

Además, el valor "objetivo" de un bien no es algo que pueda definirse de forma científica y exacta, toda vez que la Corte basa su decisión en valorizaciones realizadas por profesionales. Estas valorizaciones están influenciadas por posturas que reflejan el punto de vista subjetivo del tasador, incluyendo aquellas que suponen que ciertos eventos futuros pueden ocurrir y los posibles efectos que estos pudieran generar. Cabe resaltar también que estas valorizaciones suelen tender a inclinarse por una posición: específicamente, las opiniones de los profesionales responsables tendrán cierto sesgo para acomodarse a las demandas de la parte que la ha comisionado. Este sesgo con frecuencia favorece a la parte interesada que desea ver la transacción realizada.³⁰ Además, la Corte se ve obligada a decidir entre opiniones que inevitablemente difieren y que son ofrecidas por las partes opuestas para fijar el valor "correcto" de la transacción.³¹ Sin embargo, y pese a los inconvenientes que presenta un sistema que se apoya en las Cortes y en las valorizaciones profesionales de bienes, no existe otro medio de determinar el valor objetivo de un bien. Lo que es claro es que la transición de transacciones voluntarias, que reflejan valores subjetivos, a transacciones a valor de mercado objetivas, que la mayoría puede imponer a la minoría, inevitablemente introduce un elemento de incertidumbre en cuanto a su valorización.

2.4. La No-intervención

El extremo opuesto a la prohibición total contra las transacciones de *self-dealing* es la opción de no intervención, que deja el problema para ser resuelto por las propias fuerzas del mercado. A su favor, se puede decir que la no-intervención permite a las fuerzas del mercado generar soluciones apropiadas a las situaciones de *self-dealing* sobre una base individual. Se alega que este enfoque es más eficiente que trabajar marcha atrás desde una solución general e impuesta por la ley.³²

Para explicar mejor la operación de un enfoque de no-intervención, supongamos que ninguna corporación en el mercado emplea una protección contra la votación con conflicto-de-interés. En este escenario, los inversionistas que estén considerando unirse al grupo corporativo como accionistas, tendrían conciencia de que el *self-dealing* podría amenazar su inversión.³³ Así, a menos que ciertas protecciones fueran voluntariamente introducidas para reducir dicho riesgo, dichos inversionistas podrían considerar que los valores comprometidos en este riesgo no tienen valor, y simplemente no optar por invertir en dichos valores del mercado en su conjunto. El mercado, ante esto, respondería proporcionando dichas protecciones. Por ejemplo, una corporación que no esté interesada en despojar a los inversionistas de su inversión podría incluir protección explícita —basada ya sea en el test de

²⁹ Comparar SCHWARTZ, Alan, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 *J. Legal Stud.* 165 (1988), con Betschler, supra nota 11 (aboga por las valorizaciones consensuales subjetivas).

³⁰ Ver BERCHUK, Lucian A. & KAHAN, Marcel, *Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About It*, 1989 *Duke L.J.* 27, 37-46 (sugiere que los bancos de inversión tienen un incentivo para redactar opiniones justas que sean consistentes con los deseos de la gerencia debido a la estructura de los derechos bajo los cuales se compensan a los bancos).

³¹ Ver, e.g., *Gonzales v. Straight Arrow Publishers, Inc.*, 701 A.2d 357 (Del. 1997) (revoca una decisión de un tribunal de equidad en el que la Corte inferior estratégicamente dijo una valoración sobre la otra —más que determinar una valoración mediana— para arreglar una batalla de expertos que presentaron valoraciones enormemente diferentes como una manera de estimular las valoraciones para estar más cerca de su verdadero valor); véase *Stall Of Co.*, 607 A.2d 1211, 1222 (Del. 1992) (reconoce que las dificultades se presentarían por la batalla de los expertos en los procedimientos de tasación y recomienda que la Corte de Equidad de Delaware designe a su propio perito en los casos apropiados); *Kohn v. Household Acquisition Corp.*, 591 A.2d 146, 175 (Del. 1991) (reconoce que un Regio por la valoración es una confrontación de peritos).

³² Ver, e.g., EASTERBROOK, Frank H. & FISCHEL, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, 91 *Yale L.J.* 696 (1982) (arguye que las normas legales deben imitar lo que las partes negociarían en ausencia de los costos de negociación y que los principios fiduciarios pueden usarse para aproximarse a la negociación).

³³ Un modelo de mercado perfecto asume que el mercado incorpora todas las formas de representación (en este caso, el riesgo de expropiación) en el precio del valor. Ver Jensen & Meckling, supra nota 1.

equidad o en el requisito de la mayoría de la minoría— como cláusula del contrato por el cual el valor se ofrece al público. Los inversionistas, por su parte, podrían estar deseosos de pagar un precio apropiado por un valor que incluyera dicha protección y poco o nada por uno que no la tuviera.²⁸

De esta manera, en un mercado perfectamente eficiente (en el que no existen costos de transacción), los precios de los valores reflejarán el valor de los diversos mecanismos de protección con los que estos cuentan. Dentro de dicho mercado, cada corporación puede proporcionar a sus valores la protección más adecuada según sus necesidades y cada inversionista puede escoger el tipo de protección que requiera. La no-intervención, por tanto, probaría ser una solución efectiva en un mercado perfectamente eficiente.²⁹

Sin embargo, en la realidad los mercados no son perfectos y el nivel de eficiencia de un mercado de capitales es el resultado de las condiciones económicas y legales en una jurisdicción dada. Si el mercado no es lo suficientemente eficiente para poner precios exactos a sus diversos valores, la no-intervención fracasará como una solución efectiva. Este fracaso se debe en gran parte a los costos de información. En un escenario de no-intervención, para que un inversionista le ponga un precio apropiado a un valor debe averiguar la efectividad de la protección ofrecida por el valor así como evaluar los límites procesales que impedirá la eventual cancelación de dicha defensa.³⁰ Solamente a través de un proceso de recolección y evaluación de toda la información pertinente, el inversionista podrá fijar el precio del valor, y deberá repetir el proceso para cada valor que desee adquirir. Un inversionista que desea diversificar su portafolio de inversión en dicho mercado podría encontrar los costos de información lo suficientemente altos como para que el rendimiento de su inversión no tenga sentido.

Más que reunir y evaluar información específica acerca de cada valor, el inversionista puede en su lugar escoger estimar la probabilidad de que cualquier corporación provea protección contra el *self-dealing*. El precio que el inversionista estaría entonces dispuesto a pagar por cualquier valor representaría el promedio basado en la estimación de probabilidades del inversionista. Este enfoque puede generar un problema de *free-rider*: Las compañías que no ofrecen protección a los accionistas recibirán primas no merecidas mientras que las compañías que ofrecen mejor protección que el promedio no recibirían recompensa suficiente. Las compañías en el último grupo podrían tener un incentivo para cancelar la protección mientras que todavía se benefician de la prima promedio. Por supuesto, si ocurriera este resultado, el inversionista podría responder reajustando su estimado y bajando la prima promedio a pagar. Las compañías cuya protección vale más que la prima promedio podrían entonces, una vez más, verse obligadas a cancelar dicha protección. Esta dinámica se repetiría hasta que los estándares de protección alcancen el punto de indefensión.³¹

Consecuentemente, las corporaciones, sabiendo que los inversionistas no están preparados para soportar los costos de información, podrían invertir publicando los atributos de las protecciones que ofrecen. En otras palabras, las compañías internalizarían los costos de mantener a los inversionistas informados. Los inversionistas, con todo, podrían ser requeridos a procesar y evaluar la información que se les brinda. Asumiendo que las corporaciones ofrecieran una gran variedad de protecciones, la cantidad de información que potenciales inversionistas podrían recibir sería todavía grande y sus

²⁸ Ver Easterbrook & Fischel, *supra* nota 32, en 715.

²⁹ Ver, e.g., EASTERBROOK, FRANK H. & FISCHEL, DANIEL R., *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev.* 416 (1989); FISCHEL, DANIEL R., *The Corporate Governance Movement*, 35 *Vand. L. Rev.* 1259 (1992).

³⁰ Ver GORDON, JEFFREY N., *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549 (1989) (análisis las condiciones que justifican las normas mandatorias en el derecho corporativo).

³¹ Para la discusión de este fenómeno, conocido como el "mercado de limón", ver Akerlof, GEORGE A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 89 *Q. J. Econ.* 488 (1970); Hayne E. Leland, *Quacks, Lemons and Advertising: A Theory of Abstract Quality Standards*, 87 *J. Pol. Econ.* 1328 (1979).

costos de información podrían ser todavía considerables. Una vez más, debido a las ineficiencias del mercado, la solución resulta ineficiente.³⁸

Si todas las corporaciones se pusieran de acuerdo en una protección estándar para ofrecer a los inversionistas, se ahorrarían los costos de información. Sin embargo las corporaciones no pueden llegar a dicho consenso porque —entre otras cosas— las restricciones anti-monopolio, los costos prohibitivos de negociación resultantes del número completo de corporaciones implicadas, y el potencial oportunismo de las nuevas corporaciones que entren al mercado y se nieguen a cumplir con dicho consenso.

En suma, la imposición legal de un estándar obligatorio de protección resulta más eficiente que la no-intervención.³⁹ Se podría aplicar a todas las corporaciones sin ninguna posibilidad de futura cancelación. Como resultado, tanto los inversionistas como las corporaciones se ahorrarían los costos de información.⁴⁰ Más aún, la existencia de un marco determinado de protección traería gran estabilidad legal al sistema, ya que las Cortes generarían muchos precedentes con relación a la interpretación de las normas relativas a dicha protección en particular.⁴¹

En suma, a pesar de que el problema del *self-dealing* puede ser enfocado desde una gran variedad de formas, las soluciones más eficientes son el test de equidad y la norma de la mayoría-de-la-minoría.

El siguiente desafío es determinar cuál de estas dos opciones es preferible. Escoger la protección obligatoria apropiada depende, como se verá después, del nivel de eficiencia del mercado. Sin embargo, la imperfección en un mercado es una cuestión de grados y está influenciada por ciertos factores como la prevalencia de inversionistas institucionales en el mercado y la receptividad

³⁸ Se podría argüir que la no-intervención podría ser eficiente debido a que la estructura del mercado podría convertirse en eficiente para permitir inversiones. En realidad, es posible que los inversionistas puedan evitar la inversión directa en las compañías empleando intermediarios (e.g., fondos mutuos) que puedan procesar la información de manera más eficiente. En este caso, el mercado podría cambiar hacia las inversiones concentradas efectuadas por unas cuantas instituciones fuertes y profesionales. Tal mercado podría ser más eficiente desde un punto de vista informacional y la no-intervención podría entonces ser una solución viable. Sin embargo, en este escenario, el mercado podría transformarse en un modelo de mercado de capitales de EE.UU. dispuesto a uno que se pareciera más al mercado Alemán concentrado. Este análisis da lugar a la pregunta acerca de qué forma de mercado es la más apropiada para un cierto país. Esta pregunta no puede determinarse solamente sobre la base de consideración de conflicto-de-intereses. Así, para los fines de nuestra discusión, la estructura de mercado dispuesto de los EE.UU. debe ser asumida como dado. Ver Rafael La Porta et al., *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. Fin. 1131 (1997) (discute el efecto de que el ambiente jurídico tiene en el tamaño y anchura de los mercados de capitales comparando las normas legales con las de todos los países). Existe, además, un posible «efecto mercado» en donde el problema no está resuelto sino simplemente desplazado a otra parte del sistema. Una transferencia a un mercado concentrado reemplazará a un problema de representación —entre los accioneros y las compañías en los que ellos invierten— con otro —entre el público (que mantienen acciones en fondos mutuos) y los intermediarios (que administran los fondos mutuos). El problema de información será resuelto entre compañías y los intermediarios solamente para ser necesario resolver el problema de conflicto-de-intereses.

³⁹ Ver Gordon, *supra* nota 36 (proporciona justificaciones para las normas mandatorias). La conclusión acerca de que la no-intervención es ineficiente en mercados imperfectos se apoya en hallazgos empíricos. Un estudio en 49 países ha mostrado que los países con pobre protección al inversionista la cual se mide en términos tanto de carácter de normas legales y de la calidad del cumplimiento de la ley indican que tienen mercados más pequeños y estrechos. Mas aun, los resultados del estudio apoyan la afirmación de que los sistemas jurídicos donde hacer cumplir los contratos es inefectivo, es difícil contratar usando contratos legales ineficientes e imposible marcar compromisos para emprendimientos nuevos ante el mercado. Ver La Porta et al., *supra* nota 38.

⁴⁰ Ver KLAUSNER, Michael, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 Va. L. Rev. 757 (1995) (discute la tendencia de las fuerzas del mercado para responder a la presencia de externalidades de la red desarrollando un alto grado de uniformidad); ROMANO, Roberta, *Answering the Whom Question: The Tensar case for mandatory Corporate Law*, 80 Colum. L. Rev. 1599, 1603 (1995) (arguye que mientras los reclamos positivos y las prescripciones positivas para las normas mandatorias del derecho corporativo son dudosas, hay un rol para el derecho corporativo mandatorio cuando se presuman externalidades).

⁴¹ Ver DAVIS, Kenneth B., Jr., *Judicial review of fiduciary Decisionmaking: Some theoretical perspectives*, 80 Nw. U. L. Rev. 1, 22 (1985).

de los inversionistas hacia la información corporativa. Cuando el nivel de eficiencia es alto (debido, por ejemplo, a que los inversionistas profesionales forman una presencia fuerte y existe un rápido flujo de información creíble), una norma que deja a las partes con libertad para ajustar la protección obligatoria es deseable. De los dos sistemas, el test de equidad es más flexible porque evita los costos que implica la convocatoria a asamblea de accionistas por cada transacción de *self-dealing*⁴², mientras que se solicita la intervención de la Corte solamente en épocas de discrepancia. El test de equidad proporciona a las partes los beneficios de las negociaciones informales “en la sombra” de la norma⁴³ más que forzarlos al voto formal requerido por la norma de la mayoría-de-la-minoría en cada transacción de *self-dealing*. Ya que el tipo de protección del test de equidad es más flexible y más factible de ser adoptada por la mayoría de las corporaciones en un mercado eficiente, resulta siendo el sistema más apropiado para utilizarse como estándar obligatorio de protección. Si así lo desearan, las partes podrán incrementar el nivel de protección y requerir el consentimiento de la mayoría de la minoría. La II Parte se concentrará en estas dos soluciones y sus características básicas.

III CARACTERÍSTICAS DE LAS SOLUCIONES PREFERIDAS

I. Normas de Propiedad Versus Normas de Responsabilidad

EL aplicar la distinción entre las normas de responsabilidad y las normas de propiedad a las soluciones para el *self-dealing*⁴⁴ nos permite un entendimiento más profundo de sus efectos. Una norma de responsabilidad es una norma jurídica que permite que una transacción sea impuesta a la otra parte, siempre que objetivamente haya una compensación justa.⁴⁵ Una norma de propiedad, por otro lado, prohíbe el llevar a cabo cualquier transacción a la que el propietario de un bien no ha consentido.⁴⁶

La solución del test de equidad al *self-dealing* se entiende mejor como una norma de responsabilidad y la solución de la mayoría-de-la-minoría se entiende mejor como una norma de propiedad. Esta categorización se basa tanto en el tipo de valorización que caracteriza a cada norma y en las ramificaciones de su efecto distributivo. Bajo el test de equidad, la mayoría puede imponer la transacción a la minoría, sujeta al pago de un precio justo objetivamente determinado. Bajo la norma de la mayoría-de-la-minoría, la mayoría debe contar con el consentimiento de la minoría, lo que le será proporcionado sobre la base de la valorización subjetiva de la minoría. En consecuencia, cada norma utiliza una forma diferente de valorización y tiene un efecto diferente en la división del superávit que produce una transacción de *self-dealing*. Mientras que el test de equidad emplea una valorización objetiva y deja casi todo el superávit en manos de la mayoría, la norma de la mayoría-de-la-minoría emplea una valorización subjetiva y permite que la minoría capture una gran parte del superávit. Líneas abajo analizo las dos normas tal como son definidas por estos dos elementos: “valorización subjetiva versus valorización objetiva” y la “división del superávit.”

El presente análisis asume que las normas de *self-dealing* pueden ser claramente categorizadas ya sea como normas de propiedad o de responsabilidad basadas en definiciones legislativas o doctrinales. Sin embargo, existen diversos factores que merecen ser atendidos porque afectan la operación de las normas. La caracterización de ellas, ya sea como normas de responsabilidad o normas de propiedad, últimamente depende de los recursos que brinden las Cortes cuando exista una violación de la norma. En este aspecto, dos puntos son críticos: el acceso a las Cortes y el tipo de cumplimiento.

⁴² Con relación a estos costos, ver *infra* Part III A.

⁴³ Ver *infra* el texto que acompaña a la nota 64.

⁴⁴ Ver Calabresi & Melamed, *supra* nota 10.

⁴⁵ *Id.* en 1092.

⁴⁶ *Id.*

Una vez que la norma existente ha sido violada, el accionista afectado debe tener derecho a acceder a las Cortes en busca de un remedio. Mecanismos tales como los juicios derivados o *class action* que cuentan con incentivos apropiados para su uso deben existir para facilitar el acceso a las Cortes.⁴⁷ Una norma meramente teórica, que en la práctica no permite a los afectados acceder a las Cortes es ineficaz. En consecuencia, un régimen en el que las Cortes son inaccesibles debe considerarse como un sistema de no-intervención.⁴⁸ Sin embargo, el acceso puede ser proporcionado en grados diferentes. Un sistema jurídico podría permitir a cualquier accionista iniciar un juicio derivado mientras que otros sistemas podrían restringir este derecho a los accionistas que tienen 5% o 10% de las acciones.⁴⁹ El acceso también puede ser denegado indirectamente a través de una reducción de incentivos y por la imposición de altos riesgos y costos a aquellos que intentan entrar a una Corte. Por consiguiente, el grado de acceso a las Cortes determina si un sistema está brindando una protección significativa que puede ser tratada, ya sea como una norma de propiedad o una norma de responsabilidad, o si un sistema debe ser considerado como que adopta el enfoque de no-intervención.

Si la norma es plausible de aplicarse en la práctica y las partes afectadas tienen acceso a las Cortes, la coactividad de la ley que proporciona la corte es crucial. Un sistema puede tener una norma de propiedad o como sistema de protección que, en la práctica, se aplique como una norma de responsabilidad, o viceversa. Un breve ejemplo nos ilustrará este punto. Supongamos que la ley de un país en particular requiere la aprobación de la mayoría-de-la-minoría para una transacción de *self-dealing*. Este requisito sugiere que este país ha adoptado una norma de propiedad como sistema de protección. Ahora supongamos que el accionista mayoritario interesado no se abstiene de votar y por tanto hace que la corporación apruebe la transacción de *self-dealing*. Si una Corte que enfrenta tal demanda no invalida la transacción sino simplemente se fija en la equidad de la transacción entonces se hace evidente que la ley de ese país está caracterizada como una norma de responsabilidad más que una norma de propiedad.⁵⁰

El que la ley, tal como aparece "en los libros", sea en efecto el enfoque real de la ley en cualquier jurisdicción depende de la calidad de la interpretación de las Cortes y de la eficacia de su implementación de las mismas. Si las Cortes se rehusan o son incapaces de hacer cumplir la ley tal como está indicada en la legislación, entonces la ley será distinta de la que previeron los legisladores.⁵¹

En suma, el acceso a las Cortes y el cumplimiento de la ley son factores que determinan la clasificación de una norma. Mientras que el acceso a la Corte es principalmente controlada por la calidad de la ley, el tipo de cumplimiento es principalmente controlado por la calidad del sistema judicial. En el siguiente análisis, asumo que un sistema que proporciona acceso a las Cortes y al cumplimiento de la ley son suficientes para permitir una clara caracterización de las normas, ya sea como normas de propiedad o de responsabilidad.

⁴⁷ Ver John C. Coffee, Jr., *The Unfaithful Clergy: The payoff in Monitor in Shareholder Litigation*, 48 & Contemp. Probs. 5 (1985).

⁴⁸ En realidad, existen países en los que los derechos no van juntos con un acceso efectivo a las Cortes. Ver La Porta et al., *supra* nota 38; La Porta et al., *infra* nota 67.

⁴⁹ Por las limitaciones que presenta la ley infiere a los juicios derivados, ver, por ejemplo, *infra* nota 162.

⁵⁰ Ver, e.g., Luis Enríquez, *Off the Books, But in the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law*, in *Global Markets and Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross Border Deals* (Curtis Malsup et al., forthcoming 2003). Enríquez afirma: Mientras que el artículo 2391 del Código Civil italiano aparentemente exige que los directores se aparten a sí mismos de las decisiones que impliquen transacciones auto-interesadas, de acuerdo a la interpretación que ha prevalecido en las Cortes (y entre los académicos jurídicos) el solamente impone la obligación de justicia al director cuando se decide la transacción (ya sea en la sala de directorio, cuando se requiere el voto del director o cuando directamente se actúa en representación de la corporación).

⁵¹ Ver al. [analiza la relación entre la ley tal como se encuentra "en los libros" y como la aplican las Cortes, y explora la posibilidad de que un país que tenga un derecho corporativo "malo" en los libros pero todavía tenga un derecho corporativo "bueno" fuera de los libros como resultado de tener una judicatura calificada, eficiente].

2. Valorizaciones Subjetivas Versus Valorizaciones Objetivas

Una norma de propiedad se distingue de una norma de responsabilidad por la manera en que las partes valoran una transacción. Es decir, en una Economía de mercado, las transacciones voluntarias se basan en el mutuo consentimiento, lo que pone de manifiesto la conclusión subjetiva de cada una de las partes de que la transacción es valiosa. Por otro lado, las transacciones involuntarias tales como las expropiaciones son no consensuales y por tanto requieren una valoración objetiva para determinar el "precio" (compensación) apropiado para dicha transacción.

Una solución basada en la justicia de la norma asume que una vez que se permite la votación con conflicto-de-intereses, la mayoría puede imponer una transacción a la minoría. La protección otorgada a la minoría asegura solamente que se ha obtenido un precio justo, el mismo que se determina evaluando el valor objetivo de la transacción.⁴² La norma de equidad establece un régimen de transacciones involuntarias, y así, reemplaza las valoraciones subjetivas de los grupos en contienda de accionistas con una medida objetiva.

Si el poder para determinar si una transacción o no será aprobada se le reconoce a una minoría, la mayoría será incapaz de forzar un acuerdo a la minoría. Así, una transacción solo llega a producirse si la minoría, o más precisamente, una mayoría de la minoría, la ha consentido. Este arreglo, sin embargo, asegura a la minoría más que un precio justo mínimo. Le reconoce poder a la minoría para ir detrás de su propio interés y esforzarse para obtener el máximo precio que pueda lograr. Poner la decisión en las manos de la minoría mantiene un régimen de transacciones voluntarias y preserva el rol de valoraciones subjetivas.⁴³

3. La División del Superávit

Una norma de propiedad también se puede distinguir de una norma de responsabilidad por el efecto que tiene cada norma en la división del superávit que se deriva de la transacción de self-dealing. Antes de presentar el efecto de las normas en el contexto del self-dealing, será necesario primero presentar el caso general. Una transacción voluntaria entre las personas genera un superávit

⁴² Existe una diferencia en la aplicación del test de justicia en los procesos de tasación y en otras transacciones que impliquen el self-dealing. En los procesos de tasación, en los que los accionistas que se opusieron a una fusión pidieron a la corte que evaluara si el precio ofrecido en la fusión era justo, la fusión está completa; la corte solamente determina la compensación apropiada a los accionistas que objetaron la fusión. En otras transacciones que implican el self-dealing, la corte podría dar el fallo sobre la justicia del acuerdo antes de su realización. Sin embargo, la mayoría puede ofrecer el precio que la corte determinó ser objetivamente justo y completo al acuerdo a pesar de la objeción de la minoría. En cualquier caso, la medida de la justicia se basa en la evaluación objetiva y no interesa mucho si el proceso de evaluación ocurre antes o después de que el acuerdo se encuentre completo. Sin embargo, en la práctica es extremadamente difícil recibir una cautelar preliminar y hacer que la Corte revise el acuerdo antes de que se encuentre completo. Ver, e.g., En el caso *Trans World Airlines, Inc. Shareholders' Litig.*, No. 9844 Del. Ch. LEXIS 139 (Del. Ch. Oct. 21, 1998) (rechaza el mandato de fusión en razón de que los accionistas minoritarios habían tenido un recurso legal efectivo por medio de la acción de daños rescisorios y que la cautelar podría resultar en un daño irreparable).

⁴³ Las protecciones a la minoría se pueden otorgar ya sea a las personas en el grupo minoritario o a los miembros de la minoría como grupo. Una norma de propiedad condicionando una transacción de self-dealing sobre el consentimiento de la mayoría de la minoría protege a la minoría como grupo, mientras que un voto de una minoría que disiente (de la minoría) será obligado a aceptar la opinión de la mayoría. Por otro lado, una norma de propiedad condicionando una transacción de self-dealing al consentimiento unánime de todos los votantes protege a todos y cada uno de los miembros de la minoría en un nivel individual de tal manera que ningún votante puede ser forzado.

Igualmente, una norma de responsabilidad puede proporcionar protección ya sea sobre una base individual o grupal. Un derecho de tasación, por ejemplo, proporciona la protección de la norma de responsabilidad en una base individual otorgando al valor objetivo de la pretensión compensativa. Solamente los accionistas que se opusieron a la fusión, dicen sí/no y ejercieron sus acciones son elegibles para el derecho de tasación. Ver Hefele, Kanda & Saul Lemons, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L. Rev. 429 (1985). Aun si dichos accionistas prevalecieron, no están afectos en los otros accionistas que votaron a favor de la fusión y así, recibieron precios más bajos. Por otro lado, la protección de la norma de responsabilidad de los coligacionistas fiduciarios y el estándar de "más justicia" se otorga sobre una base grupal. Es suficiente que un accionista gane el caso ya sea a través de una clase acción o de un juicio derivado, para que los miembros del grupo estén facultados a una compensación similar, independientemente de su posición ex ante sobre la transacción. Ver *Gibson & Black*, supra nota 11. En 1265-69 también los efectos diferentes de cada norma en la corporación y sus accionistas.

como resultado de la diferencia de los valores subjetivos que las partes le han dado al acuerdo. La diferencia entre las valoraciones de un comprador y un vendedor representa el superávit de la transacción. Veamos a manera de ilustración; si Andy valora un bien en \$100 mientras que el mismo bien tiene un valor de \$200 para Bonnie, el margen de \$100 entre las valoraciones viene a constituir un superávit. Cualquier precio real que las partes pudieran dar entre \$100 y \$200 podría considerarse una transacción eficiente.

Si el bien tiene un precio de mercado que está localizado dentro del rango de los precios posibles, las partes efectuarán la transacción al valor de mercado. Andy se negará a vender el bien a Bonnie por menos del precio de mercado y Bonnie se rehusará a comprarlo por más del precio del mercado, ya que cada lado puede realizar una transacción alternativa en el mercado abierto al precio de mercado. Las fuerzas de la oferta y la demanda determinarán la división del superávit entre las partes.

Por otro lado, cuando un bien no tiene precio de mercado²⁴, la división del superávit estará sujeta a la negociación y el resultado dependerá de factores externos tales como las habilidades de negociación y el poder de persuasión de cada parte.²⁵ Si el precio se fija en \$101, Andy recibe \$1 y Bonnie \$99 de superávit mientras que si el precio es de \$199, la división de \$100 del superávit será revertido entre Andy y Bonnie. En cualquier instancia, la transacción será una transacción eficiente y será "justa" en el sentido de que será efecto del mutuo consentimiento, y por tanto, las Cortes confirmarán la validez de dicha transacción.

Cuando el bien está protegido por una norma de propiedad, el comprador no tiene medios de forzar al vendedor a venderle el bien. El vendedor puede negociar libremente en un intento de asegurarse una parte más grande de la división del superávit. Su éxito en ver el acuerdo consumado, dependerá de su habilidad negociadora y de si existen alternativas que puedan substituir el bien. Mientras menos alternativas haya, mas grande será la tajada que el vendedor pueda esperar del superávit. Por el contrario, cuando el bien es protegido por una norma de responsabilidad, el comprador no necesita entrar a negociar de ninguna manera; puede simplemente tomar el bien ofreciendo un precio que sea objetivamente justo.

¿Qué constituye un precio "justo"? Si el test de la Corte se basa en el precio fijado entre un vendedor dispuesto y un comprador también dispuesto, entonces un precio justo querrá decir el precio producto de una transacción eficiente; es decir, cualquier precio entre \$101 y \$199 en el caso de Andy y Bonnie.²⁶ Por tanto, se puede asumir que el comprador ofrecerá un precio más próximo a \$101 que a \$199 porque bajo la norma de responsabilidad el comprador se esforzará en fijar un precio por el cual obtenga una mayor porción del superávit.²⁷

Este análisis también se mantiene en un contexto de self-dealing corporativo. Las dos soluciones al problema del self-dealing tendrán efectos diferentes en cuanto a la división del superávit entre las partes. En este aspecto, una norma de propiedad y una norma de responsabilidad difieren en dos dimensiones: la división directa del superávit de una transacción dada y la frecuencia de las transacciones de self-dealing.

²⁴ Uso el término "precio de mercado" mas que el término "valor de mercado" porque es muy raro que una transacción que implique self-dealing no tenga una "alternativa de mercado" que pueda brindar un precio de mercado.

²⁵ Ver, e.g., COOTER, *Roberts: The Cost of Coase*, 11 J. Legal Stud. 1 (1982).

²⁶ Ver, e.g., EISENBERG, *Melvin A. Self-Interested Transactions in Corporate Law*, 13 J. Corp. L. 997,999 (1988).

²⁷ En realidad, también una cosa, estará influenciada por consideraciones de equidad con relación a la división del valor del superávit. Ver YABLON, Charles M., *On the Allocation of Burdens of Proof in Corporate Law: An Essay on Fairness and Fuzzy Sets*, 13 Cardozo L. Rev. 457, 512 (1991) (avisa que al usar los términos tales como "entera justicia", "justicia intermedia", o "la mayor justicia escrupulosa inherente", mas que "justicia simple", las Cortes en realidad están demandando que una parte sustancial del superávit se traslade a la minoría). Si embargo, aquí también, el precio que se establecerá se encuentra en el lado más bajo del rango de las posibilidades.

3.1. División Directa del Superávit

El enfoque de la norma de responsabilidad otorga una ventaja a la mayoría mientras que el enfoque de la norma de propiedad da a la minoría más poder de negociación.⁵⁰ Supongamos que un grupo de accionistas votantes tiene un bien que valorizan a \$100 y el grupo mayoritario está interesado en comprar el bien ya que valorizan el bien a \$200. En un régimen construido sobre la doctrina de justicia, la mayoría puede imponer la transacción a la minoría, cumpliendo su obligación de asegurar un precio justo. La mayoría puede ofrecer un precio en el rango más bajo de los posibles valores de superávit tales como \$101 y todavía cumplir con el estándar de justicia. Mientras que el precio real calga entre \$100 y \$200, la minoría no habrá sufrido ningún ilícito accionable. Ya que la misma transacción podría potencialmente tener lugar incluso bajo el régimen de las transacciones estrictamente voluntarias, no puede ser considerada injusta.⁵¹ El simple hecho de que el superávit no ha sido dividido equitativamente, no demuestra per se que la transacción sea injusta.⁵²

Una norma de propiedad que requiera la aprobación de la minoría para efectuar una transacción en el que se presenta un conflicto de intereses le da poder a la minoría para demandar una porción más grande de superávit (en el último ejemplo, \$199) que el que podría recibir bajo la norma de responsabilidad. Sin embargo, la minoría podría forzar un postergamiento abusivo de las transacciones con el fin de obtener beneficios, lo que podría conducir a la pérdida de transacciones valiosas. Así, en el ejemplo de arriba, supongamos que la mayoría ofrece un precio de \$180 y la minoría demanda \$201. Esta aparente demanda irracional es concebible desde que la minoría podía no haber tenido forma de saber precisamente cuál valor tiene el bien para la mayoría y puede erróneamente pedir demasiado. En este caso, la mayoría podría optar por no proceder con la transacción y la minoría retendrá un bien con valor de \$100 (por su propia evaluación) en vez de \$180 que podría haber recibido, frustrando, de esa manera, una transacción eficiente.

3.2. Frecuencia de las Transacciones

Bajo la norma de propiedad, la mayoría sabe de antemano que la minoría puede, al pedir un precio alto, extorsionar a la mayoría para obtener parte considerable del superávit de cualquier transacción propuesta iniciada por la mayoría.⁵³ Por consiguiente, la mayoría se abstendrá de iniciar transacciones con la minoría y buscará alternativas menos perjudiciales para la misma. Solamente cuando la minoría posea un bien único, la mayoría se verá forzada a tratar con las excesivas demandas de la minoría e incluso en esas circunstancias algunas de dichas transacciones no llegarán a realizarse

⁵⁰ Ver HADDOCK, David, et al., *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, 73 Va. L. Rev. 705, 707 (1987); ROSE-ACKERMAN, Susan, *I'd Rather Be Liable Than Buy: A Note on Property Rules and Liability Rules*, 6 Int'l Rev. L. & Econ. 255 (1986).

⁵¹ Ver, e.g., Revised Model Bus. Corp. Act § 6.01 (1989) (nota sobre transacciones justas).

Artículo 6.01 dispone:

Se ha establecido largamente que un precio "justo" es cualquier precio en dicho amplio rango que una parte no vinculada puede haber estado deseando pagar o aceptar por un bien, según sea el caso, siguiendo una negociación comercial franca a la luz de saber qué es lo que se podía razonablemente haber adquirido en el curso de dichas negociaciones, cualquier resultado dentro de ese rango que sea "justo."

⁵² En una fusión, el ejemplo más obvio es la norma que el "derecho de casación" dado a los accionistas no incluye las ganancias de la fusión misma. Una fusión permite que la mayoría ajuste a la minoría a cambio del precio fijado por la mayoría en la fusión (una transacción self-dealing). La minoría opositora a la fusión puede demandar el derecho a una casación independiente, por el cual se determinará si el precio de la fusión es justo. Es decir, la defensa se basa en la norma de responsabilidad. El superávit de la transacción incluye las ganancias que pueda generar la fusión misma. Ya que la minoría tiene la propiedad de una compañía cuya fusión permita a la mayoría recibir las ganancias de la fusión, se podría haber pensado que la minoría debería estar facultada a alguna porción de las ganancias de la fusión. Pero esto no es el caso. La norma es que al evaluar si el precio es justo, las ganancias de la fusión no se tienen en cuenta. En otras palabras, la minoría opositora no obtiene ninguna porción del superávit. Ver HERMALIN, Benjamin & SCHWARTZ, Alan, *Buyouts in Large Companies*, 25 J. Legal Stud. 351 (1996). Ver también *Case v. New York Cent. R.R.*, 204 N.E.2d 643 (N.Y. 1965) (discute una situación en la que la consolidación de los impuestos entre la compañía principal que sufrió pérdidas y su subsidiaria que registró ganancias crearon un ahorro en impuestos del cual la mayor parte lo disfrutó la principal).

⁵³ Ver HERMALIN, Benjamin & SCHWARTZ, Alan, *supra* note 50.

debido a los intentos de postergación de las tentativas. La transferencia del poder de decisión a la minoría da realce a la habilidad de la minoría de demandar una porción más grande del superávit en transacciones que se llevan a cabo, pero reduce el número total de transacciones que implican a la minoría que de hecho se realizarán.

Por otro lado, el test de equidad no garantiza a la minoría una porción grande del superávit, pero sí garantiza que las transacciones eficientes se lleven a cabo. La mayoría no se siente disuadida por postergaciones y puede presionar cualquier transacción que desee siempre que la minoría reciba un precio justo. El test de equidad, así, reduce la garantía de la minoría en cada transacción, pero asegura el número máximo de transacciones.

Sin embargo, al igual que la transferencia del poder de tomar decisiones a la minoría conlleva un riesgo inherente de que las demandas extorsionantes condenarán al fracaso las transacciones eficientes, el enfoque del test de equidad transfiere poder a las Cortes que pueden erróneamente ratificar transacciones ineficientes o prohibir las eficientes. Como ilustración, en el ejemplo de arriba, una transacción ineficiente podría darse si la mayoría propusiera un precio de \$95 y las Cortes aprobaran el acuerdo, pasando por encima las objeciones de la minoría basadas en una evaluación objetiva (defectuosa) del precio. En suma, la distinción entre las normas de propiedad y las normas de responsabilidad, dada la diferencia de métodos de valoración (subjetiva versus objetiva) y los diferentes efectos en la división del superávit, se aplica a las normas que regulan el *self-dealing*.

IV. FACTORES QUE DETERMINAN UNA SOLUCIÓN CORRECTA

¿Cuál de las alternativas discutidas arriba debería ser la solución preferida? En otras palabras, ¿existe "una norma eficiente"? Habiendo clasificado el test de equidad como una norma de responsabilidad y la norma de la mayoría-de-la-minoría como una norma de propiedad, esta cuestión se puede enfocar como una elección entre la norma de responsabilidad y la norma de propiedad. El análisis se da en tres pasos. Primero, se analizarán los costos de negociación concomitantes con una norma de propiedad y los costos de adjudicación asociados con una norma de responsabilidad. Segundo, los mecanismos del mercado que afectan el peso relativo de los costos de negociación y adjudicación serán explorados. Finalmente, la cuestión sobre cuál es la norma preferida no puede ser contestada puramente en abstracto. En realidad, una vez que todos los costos relevantes sean considerados, la respuesta depende de un número de factores empíricos que incluyen los arreglos existentes en el sistema jurídico, la eficiencia y pericia de las Cortes, la calidad y sofisticación de las instituciones y mecanismos del mercado y la influencia de ciertas normas culturales en el mundo de los negocios.

De acuerdo con el teorema de Coase, en un mundo sin costos de transacción no importa cuál norma se adopte. En cualquier caso, las transacciones eficientes se realizarán.⁴² Sin embargo, cuando se incurren en costos de transacción, la elección entre una norma de responsabilidad y una norma de propiedad depende de cuál norma asegura mejor la realización de las transacciones eficientes y evita las ineficientes. A pesar que los costos de negociación son principalmente responsables por el fracaso de producir transacciones eficientes, son todavía preferibles a los costos de adjudicación. El fracaso de las negociaciones puede deberse a una variedad de factores, cada uno con su particular influencia en la eficacia de la norma adoptada. Examinándolos, uno puede, sin embargo, concluir que a pesar de sus fallas, una norma de propiedad es todavía una solución más deseable que una norma de responsabilidad con sus costos de adjudicación concomitantes. Por ejemplo, puede haber casos en los que es más deseable soportar los avatares de las postergaciones que llevar la decisión a

⁴² Ver COASE, Ronald H., *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & Econ. 1 (1960). La norma elegida afectará la división del superávit entre las partes implicadas pero no la realización de la transacción.

un sistema judicial ineficiente o corrupto.⁴³ Por tanto, el efecto de las diversas normas se examina enfocando los costos relativos que se presentan en situaciones del mundo real.

1. Costos de Negociación

A pesar que ambos tipos de normas implican costos de negociación, estos costos son mucho mayores en un sistema de normas de propiedad. Una norma de responsabilidad mide una transacción de self-dealing sobre una base objetiva no consensual y como tal no requiere principalmente de negociación. Sin embargo, las partes pueden negociar "en la sombra" de la norma de la responsabilidad para evitar la intervención legal.⁴⁴ Dichas negociaciones disfrutarán de los beneficios y costos de ser informales. Los costos de estas negociaciones dependerán de la presencia de inversionistas sofisticados y la efectividad del sistema judicial. Mientras más efectivas y precisas son las Cortes, más fácil es para los inversionistas sofisticados anticiparse a las resoluciones de las Cortes para evitar la necesidad de recurrir a ellos.

Una norma de propiedad que transfiere la decisión de la validez de una transacción de self-dealing a manos de la minoría, también implica negociaciones entre la mayoría y la minoría.⁴⁵ Pero, a diferencia del escenario de la norma de responsabilidad, los costos de este tipo de negociaciones pueden ser considerables. Primero, existen costos administrativos como el envío de cédulas, que proporcionan a todos los accionistas que votan con la información necesaria sobre la transacción y cada uno de ellos devuelve un formato del poder indicando su voto. Sin embargo, dichos costos ciertamente no impiden que la negociación se produzca⁴⁶ y, en realidad, para los accionistas dicho arreglo es rutina.⁴⁷

Segundo, el proceso de votación requiere que los votantes estudien el material, adopten una posición y voten. Este proceso puede ser oneroso para los votantes y con frecuencia muchos se abstendrán de votar, o apoyarán ciegamente la decisión de la gerencia. La no participación de algunos votantes disminuye la calidad de la toma de decisión.⁴⁸ Un apoyo ciego de la minoría a la gerencia, que generalmente está interesada en la transacción, impide el fin de hacer que el tema se vote por la minoría desinteresada. Cuando los inversionistas institucionales están implicados en la propiedad de la corporación, la participación de inversionistas informados y hábiles en el proceso de toma de decisiones mejora la calidad de la toma de decisión.⁴⁹ Lamentablemente, sin embargo, a

⁴³ Tal fue el caso durante cierta época en Rusia. Ver BLACK, Bernard & KRAAKMAN, Reinier, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 108 *Harv. L. Rev.* 1911 (1996) (desarrolla un modelo de "auto-cumplimiento" para la redacción de las leyes corporativas para economías capitalistas emergentes).

⁴⁴ Ver LAYNES, Ian & TALLEY, Eric, *Subsolar Bargaining: Designing a Legal Environment to Facilitate Cross-Trade*, 104 *Yale L.J.* 1027 (1995).

⁴⁵ Debe tenerse presente una importante diferencia entre la aplicación del marco de la norma de responsabilidad/norma de propiedad a los casos de los derechos individuales o grupales: Mientras que una norma de propiedad concerniente a los derechos individuales permite negociaciones directas, las negociaciones con la minoría toman una forma de votar diferente y más complicada. A veces, la negociación implica votar sobre la base "lo tomas o lo dejas". A veces ello implica discusiones informales entre los accionistas institucionales y la compañía ante una oferta puesta al voto. Y, a veces, las negociaciones preliminares tienen lugar a través de un comité del directorio designado para este propósito. En cualquier caso, el rasgo característico de la situación grupal es que al final, nadie obliga al votante a aceptar una oferta que considere inconveniente.

⁴⁶ A pesar que en la mayoría de los casos no hay negociación real y la propuesta se presenta sobre una base de "lo tomas o lo dejas", no obstante, existen casos cuando la negociación sí ocurre antes o después del voto y produce una oferta mejorada o que es finalmente rechazada.

⁴⁷ Esta descripción no es verdadera en todos los países. Existen países en los que el derecho corporativo sustancialmente aumenta los costos administrativos. Por ejemplo, en algunos países, los accionistas deben presentarse en persona o enviar a un representante autorizado a la asamblea de accionistas para que pueda ser capaz de votar. En Japón, por ejemplo, las asambleas anuales de accionistas están concentradas sorprendentemente en un solo día a finales de junio, y la votación por correo no está permitida para ciertos accionistas. ... [E]n algunos países, la ley requiere que los accionistas depositen sus acciones con la compañía o con ciertos intermediarios financieros algunos días antes de la asamblea de accionistas. ... Esta práctica impide que los accionistas vendan sus acciones durante algunos días al momento de la asamblea.

LA PORTA, Rafael, et al., *Law and Finance*, 106 *J. Pol. Econ.* 1113, 1127 (1998).

⁴⁸ Ver NITZAN & PROCCACCIA, *supra* nota 11.

⁴⁹ Ver, E.g., BLACK, Bernard S., *Agents With/ing Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 19 *UCLA L. Rev.* 811 (1992) (discute aspectos positivos de la participación del inversionista institucional, así como los incentivos limitados de

veces estos inversionistas actúan directa o indirectamente coludidos con la gerencia o con el accionista mayoritario en contra de los demás accionistas.⁷⁰

Tercero, el proceso de votación es susceptible de votación estratégica. Algunos de los votantes pueden adoptar una estrategia de postergación y rechazar una transacción eficiente para aumentar el precio de su consentimiento. El proponente del acuerdo puede adoptar una estrategia de "señalización": Al rehusarse a someterse a la extorsión, el proponente adquiere la reputación de un negociador incondicional y por ese medio desincentiva futuros intentos de postergación. Si la minoría está compuesta por un grupo grande de votantes en la que la coordinación se hace impracticable, no se buscará una estrategia de postergación. Sin embargo, si la minoría está compuesta por unas cuantas personas que podrían con facilidad reunirse, entonces la postergación podrá convertirse en un riesgo significativo. La presencia de inversionistas institucionales podría exacerbar el problema de postergaciones ya que estos inversionistas institucionales pueden comunicarse entre ellos mismos con relativa facilidad para formar una coalición. Sin embargo, es razonable asumir que sus actividades no excederán los límites de una negociación dura. No demandarán un precio extorsionador que hará que la transacción fracase, ya que están en capacidad de evaluar correctamente las ganancias de su participación en dicha transacción.

Finalmente, un elemento importante en la evaluación de los costos de negociación es la frecuencia esperada (el número de ocurrencias) y la calidad (la división entre el valor de eficiencia esperado y las transacciones ineficientes) de las transacciones de self-dealing. Ya que una norma de la mayoría-de-la-minoría se aplica a todos los casos⁷¹ regulados, en donde se espera una gran frecuencia de transacciones de self-dealing —por ejemplo donde la propiedad concentrada y la participación cruzada de las firmas prevalecen— los costos de negociación aumentarán sustancialmente, y viceversa. Cabe mencionar también que convocar a asambleas de accionistas con demasiada frecuencia podría aumentar los costos de negociación más allá de los costos de adjudicación esperados incurridos por cambiarse a la norma de responsabilidad.⁷²

Dada una frecuencia existente, la calidad esperada de transacciones de self-dealing también influenciará la cantidad relativa de los costos de negociación. Asumiendo un nivel mínimo de eficiencia judicial, cuando las transacciones ineficientes superan de lejos el número de transacciones eficientes, es preferible una norma de propiedad ya que el daño esperado de la pérdida de una porción pequeña de las transacciones eficientes y los costos administrativos aumentados valen más que el daño esperado de la ratificación de demasiadas transacciones ineficientes. Por otro lado, cuando hay más transacciones eficientes, el riesgo de aprobar transacciones ineficientes es pequeño y es preferible la norma de responsabilidad para salvar los costos de negociación asociados a las normas de propiedad.

gerentes de dinero a cumplir las obligaciones fiduciarias u otras normas legales, la habilidad de los gerentes de dinero a vigilarse el uno al otro, el rol de la diversificación en dar incentivos a los gerentes de dinero para preservar la reputación y en reducir los incentivos para hacer trampa, el miedo de la reacción política de los gerentes de dinero para abusar del poder institucional y la necesidad de balancear el riesgo de abuso del poder institucional contra la certeza de los abusos del gerente de dinero bajo el sistema censitario).

⁷⁰ Ver, e.g., ROCK, Edward B., *Controlling the dark Side of Relational Investing*, 15 *Cardozo L. Rev.* 987 (1994) (se concentra en los problemas inherentes a la misión de "inversionista institucional"); EDWARD B. ROCK, *The Logic and (Un)certain Significance of Institutional Shareholder Activism*, 29 *Gen. L.J.* 445 (1991) (señala los riesgos asociados con los inversionistas institucionales); ROBERTA ROMANO, *Public Pension Funds Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 *Colum. L. Rev.* 795 (1993) (arguye que los fondos de pensiones públicas enfrentan conflictos de intereses distintos que limitan los beneficios de su activismo).

⁷¹ Cada sistema puede definir el tipo de transacción de self-dealing que será regulado, i.e., será obligado ya sea por el test de justicia o por la norma de la mayoría-de-la-minoría. Por ejemplo, un sistema puede determinar que cada transacción de self-dealing sea regulada o puede restringir la regulación a las transacciones que impliquen un conflicto con un accionista que mantenga el 10% o más de las acciones que implique un importante monto del capital corporativo.

⁷² En realidad, la norma misma, a su turno puede influenciar la frecuencia y calidad de las transacciones que impliquen self-dealing. Por ejemplo, la norma de mayoría-de-la-minoría acarrea los costos de asegurar el apoyo de la minoría, pero la probabilidad de éxito en ese esfuerzo es bajo si se ha contemplado la apropiación. Estos costos deben disuadir algunas transacciones tanto ineficientes como eficientes y así disminuir su frecuencia.

2. Costos de Adjudicación

Los costos de adjudicación se presentan tanto bajo las normas de propiedad como en las normas de responsabilidad. La norma de propiedad se fundamenta en la realización de una transacción mediante la habilidad para asegurar el consentimiento de los miembros no interesados del grupo. Este consentimiento refleja un rango de evaluaciones subjetivas por parte de los votantes. Generalmente hablando, la intervención de la Corte para evaluar la calidad de las transacciones es innecesaria ya que la transacción tendrá lugar bajo las condiciones del mercado.

Sin embargo, el proceso mismo de votación es susceptible a las distorsiones. Por ejemplo, los votantes pueden proveerse con información equivoca o insuficiente; la gerencia o el propietario accionista mayoritario con frecuencia mantiene los poderes de los votantes "no interesados"; a algunos votantes de la minoría podría habérsele ofrecido beneficios, por lo que no se les podría considerar como "desinteresados"; la intimidación de los votantes con amenazas de conductas vengativas pueden presentarse, o pueden haber negocios ocultos o desconocidos o vínculos personales entre los votantes y la gerencia, o entre los votantes y el accionista mayoritario.⁷³

El riesgo de la cédula defectuosa implica que la Corte determine si se siguieron los procedimientos apropiados y si dichos votos fueron, en realidad, de partes desinteresadas. Cuando son contrastadas para evaluar los méritos de la transacción, aquí el rol de la Corte es relativamente simple. La Corte no debería tener dificultad en revisar los procedimientos seguidos así como la información proporcionada a los votantes.⁷⁴ Por la misma razón, aunque sea difícil determinar si cierto votante está realmente interesado o no en una transacción, esto no acarreará altos costos, ya que las Cortes están acostumbradas a lidiar con aspectos engañosos.⁷⁵ Además, la probabilidad de que ocurra un gran número de irregularidades en el proceso de votación es pequeña, debido a que la gran participación de votantes aumenta considerablemente las posibilidades de que las irregularidades se descubran, algo que desalienta la presencia de irregularidades. Por estas razones, una norma de propiedad implica bajos costos de adjudicación.⁷⁶

Una norma de responsabilidad, por otro lado, descansa en una protección que demanda la intervención rutinaria de las Cortes. Las Cortes serán convocadas como un ejercicio ordinario para

⁷³ Ver, e.g., *Citron v. E.I. du Pont de Nemours & Co.*, 384 A.2d 480, 520 (Del. Ch. 1978) (citó con la aprobación de *Kahan v. Lynch Communication Sys.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)).

⁷⁴ Ver, e.g., *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1063 (1991) (sostiene que sabiendo que las declaraciones falsas pudieron haber sido acciones pero que los accionistas minoritarios fracasaron en demostrar la base de equidad requiriendo para incluirlos en la acción privada disponible bajo la Securities Exchange Act); *In re Tri-Star Pictures, Inc.*, 634 A.2d 319 (Del. 1993) (indica que se requiere la información para pasar el test de entera justicia); *Bentley v. Curtis-Wright Corp.*, 535 A.2d 840 (Del. 1987) (indica que no existe incumplimiento de obligación fiduciaria de sinceridad en la que la declaración del apoderado, informaba totalmente a los accionistas minoritarios de todos los hechos materiales); *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983) (sostiene que el fracaso en dar a conocer la información total es accionable); *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 383 A.2d 278 (Del. 1977) (sostiene que el fracaso para revelar la sustancia de un informe y la autorización de compras de mercado abierto a \$15 por acción era, en cada instancia, una violación de la obligación fiduciaria que se debe a los accionistas minoritarios); *In re Trans World Airline, Inc. Shareholders Litig.*, No. 8844, 1988 Del. Ch. LEXIS 139 (Del. Ch. Dec. 21, 1988) (sostiene que si los accionistas minoritarios no fueron totalmente informados o el comité especial no lograba entender su función, la carga de la prueba la tendrá el demandado que cumplió con el estándar de entera justicia).

⁷⁵ En realidad, las Cortes de Delaware están cambiando para, en vez de juzgar los asuntos de valoración, juzgar los procedimientos empleados en el voto. Ver infra el texto que sigue a la nota 112.

⁷⁶ Sin embargo, se debe enfatizar que la capacidad de las Cortes de hacer cumplir la norma de la propiedad de una manera previsible y consistente es el nivel mínimo de eficiencia y efectividad que requiere cualquier sistema judicial. Los altos costos de adjudicación en hacer cumplir la norma de propiedad (debido a un sistema de Cortes ineficiente o corrupto) crean un efecto un sistema de no intervención en donde las partes no son capaces de contratar alrededor de la ausencia de protección de la minoría. En realidad, existen países en los que el sistema de cumplimiento legal es tan débil que la simple existencia del derecho de voto de accionistas minoritarios no les proporciona ninguna protección significativa debido a su incapacidad de hacer cumplir sus derechos. Ver La Porta et al., *supra* nota 38; La Porta et al., *supra* nota 67. Así, este tipo de "protección" debe observarse más como un régimen de no intervención que una norma de propiedad.

decidir si una transacción de self-dealing dada es objetivamente justa. Esto no significa que todas las transacciones en donde se presente un conflicto de intereses acarreen litigio, ya que en muchos casos la minoría considerará la transacción propuesta como justa mientras que en otros casos la negociación producirá un arreglo.⁷⁷ Pero en aquellos casos que sí se llegan hasta las Cortes, necesitarán un examen de los méritos del acuerdo en un proceso que generará considerables costos de adjudicación. Será necesario contar con opiniones expertas en cuanto a la valoración de la transacción,⁷⁸ y las Cortes se verán compelidas a decidir entre las inevitables opiniones diversas que se ofrecerán para fijar el valor "correcto" de la transacción.⁷⁹

Determinar el valor objetivo de la transacción es un proceso complicado que requiere un alto grado de competencia de las Cortes ya que dichas valoraciones implican proyecciones futuras de diferentes variables, todo lo cual puede afectar el precio real y el uso de complejos modelos financieros.⁸⁰ Una norma de responsabilidad basada en decisiones judiciales, por tanto, se apoya en la existencia de instituciones profesionales capaces de proporcionar valoraciones exactas, así como de Cortes competentes que poseen el nivel de pericia necesaria para que rijan eficientemente tales casos. Los estándares profesionales de estas instituciones y las Cortes determinan los costos directos de adjudicación.

Los costos de adjudicación indirectos están también influenciados por la eficiencia del proceso de adjudicación. Los costos de adjudicación indirectos dependen de la frecuencia de decisiones erróneas en un sistema dado. Cualquier desviación de la eficiencia económica—la aprobación de una transacción injusta o el rechazo de una justa—quiere decir costos aumentados. El uso de estándares objetivos simplifica la tarea de evaluaciones ya que es más fácil colocar un valor objetivo a un bien que determinar un valor subjetivo. Es importante recordar, sin embargo, que donde no hay precio de mercado, un valor "objetivo" es el producto de evaluaciones subjetivas⁸¹, y el riesgo de errores no se elimina. El número de decisiones defectuosas se reduce si las instituciones profesionales son más confiables e imparciales, y las Cortes son más competentes. Cuando, por otro lado, las instituciones profesionales sesgan sus opiniones para el beneficio de aquellos que lo solicitan o cuando las Cortes son incompetentes, están sobrecargadas y/o son corruptas, el número de decisiones erróneas es mucho más grande y sus costos concomitantes son mucho más significativos.

Los altos costos de adjudicación indirectos pueden infligir un golpe severo a la eficiencia económica. Primero, porque afectan el deseo de los inversionistas de invertir en corporaciones como grupo minoritario. Segundo, porque se producen cargas innecesarias en la mayoría para crear defensas confiables y de costo efectivo - alternativo para asegurar a inversionistas potenciales. Tercero, porque frustran las negociaciones efectivas que pudieran tener si otra cosa ocurriera a la sombra de la norma. Los ahorros en los costos de información que se ganan por la existencia de protección impuesta legislativamente se verán sobrepasados por los costos de adjudicación a medida que el mercado, en cualquier caso, se vea forzado a proporcionar sus propias soluciones.

⁷⁷ Ver, e.g., SELIGMAN, *loc. cit.* Reappraising the Appraisal Paradox, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829 (1984) (nota que durante los años 1972-1981, inclusive hubo 16,479 litigios de corporaciones de los EE.UU. pero solo se informaron aproximadamente de 20 casos que tenían que ver con una transacción).

⁷⁸ Ver Weinberger 457 A.2d en 714 (sostiene que todos los métodos de evaluación comúnmente aceptados deben ser tenidos en cuenta).

⁷⁹ Ver *supra* nota 31.

⁸⁰ El caso de *Code & Co. v. Technicolor, Inc.*, No. CNA 7129, 1990 WL 161084 (Del. Ch. Oct. 19, 1990), es un ejemplo extremo. En *Code*, la prueba fue presentada por parte de más de 21 testigos en el curso de 47 días de juicio. En la apelación, la Corte Suprema de Delaware revocó y devolvió el caso para la ampliación de diligencias. *Code & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 269 (Del. 1996). Quince años después que se presentó la demanda, se inició un nuevo procedimiento de casación con la designación de un perito neutral independiente. *Code & Co. v. Technicolor, Inc.*, No. CNA 7129, 1999 WL 65242 (Del. Ch. Jan. 29, 1999). Otro revelador ejemplo es *In re Shell Oil*, No. CNA 8080, 1990 Del. Ch. LEXIS 199 (Del. Ch. junio 25, 1990), en el que las partes presentaron 644 anexos en el juicio y la transcripción del juicio ocupó las 1000 páginas.

⁸¹ Ver *Kaplan v. Goldberger*, 380 A.2d 556, 567 (Del. Ch. 1977) (nota la evaluación en diversas opiniones subjetivas).

Es importante decir que la frecuencia esperada y la calidad de las transacciones de *self-dealing* afectarán los costos relativos porque un test de equidad solamente se aplica a casos puestos en tela de juicio mientras que la norma de la mayoría-de-la-minoría se aplica a todos los casos regulados. Así, al igual que otras cosas⁸², la alta frecuencia puede resultar en la convocatoria a asambleas de accionistas con demasiada frecuencia bajo la norma de propiedad con el resultado de que los costos de negociación exceden los costos de adjudicación que se esperan de una norma de responsabilidad.

De manera similar, dada una frecuencia existente, la calidad esperada de las transacciones de *self-dealing* también influye en los costos de adjudicación. Cuando las transacciones ineficientes son más comunes, es preferible una norma de propiedad ya que el daño esperado por la pérdida de una pequeña porción de las transacciones eficientes y costos administrativos aumentados se ve sobrepasado por el daño esperado de la ratificación de demasiadas transacciones ineficientes. Por otro lado, cuando las transacciones eficientes son más comunes, el riesgo de aprobar las transacciones ineficientes es pequeño y la norma de responsabilidad podría ser preferible para salvar los costos de negociación asociados con la norma de propiedad.

Una comparación de costos de adjudicación a los costos de negociación puede indicar que una norma es más apropiada que la otra en un contexto dado, pero estas consideraciones solas no completan el cuadro. Tal como se describe abajo, los mecanismos del mercado también influyen en estos costos.

3. Mecanismos del Mercado

Los mecanismos del mercado que operan en tandem con el sistema jurídico tienen el potencial de combatir los problemas que produce el *self-dealing*. La eficacia de este mecanismo puede ser un factor determinante para asegurar la eficiencia económica debido a su efecto en los costos de adjudicación y negociación. Así, si el sistema jurídico genera costos de adjudicación prohibitivos, estos costos son factibles de producir medios menos onerosos de hacerlos cumplir, o reducir los costos de negociación a tal punto que se haga innecesario recurrir a las Cortes. Por consiguiente, la elección entre una norma de responsabilidad y una norma de propiedad debe tener en cuenta también estos mecanismos.

3.1. El Mercado para el Control Corporativo

Un mecanismo que ha generado una gran o mucha atención como remedio para el problema de la representación y al problema relativo al *self-dealing* es el mercado para el control corporativo.⁸³ Cuando una corporación está mal administrada, sus acciones pierden valor y la compañía se vuelve un blanco potencial para un *takeover*. Al ubicar una oportunidad para hacer ganancia empleando una gerencia más eficiente, un ofertante podría hacer una propuesta de adquirir las acciones a una tasa que le permita reemplazar la gerencia y aumentar el valor de la compañía a estándares eficientes. El mercado para el control corporativo así corrige la ineficiencia tanto imponiendo una amenaza potencial de *takeover* como estableciendo un disuasivo a una pobre administración y toma medidas para mejorar la eficiencia después que alguien ha realmente tomado el control.⁸⁴

⁸² En realidad, la norma misma, a su turno, puede influir en la frecuencia y calidad de las transacciones que impliquen *self-dealing*. Por ejemplo, si bajo el test de justicia, la probabilidad de asegurar la aprobación de la Corte para la expropiación es alta (debido a las Cortes ineficientes o corruptas), la frecuencia aumentará mientras que la calidad disminuirá.

⁸³ Ver, e.g., GILSON, Richard J., *Seeking Competitive Bids Versus Pure Possibility in Tender Offer Defense*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982); BESCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Compelling Tender Offers: A Reply and Extension*, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982).

⁸⁴ Ver EASTERBROOK, Frank H. & FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981) (postulan que la resistencia del gerente de una corporación al ofrecimiento de compra de una prima, más que si afecta un concurso de licitación, hace finalmente disminuir el bienestar del accionista); MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965) (arguye que las fusiones y adquisiciones mejoran los procesos de gestión internos, resulta en una gerencia más eficiente de la corporación, da protección a inversionistas de la corporación no controlada, redunda en aumento en la liquidez del capital y produce una distribución de recursos más eficiente).

Las transacciones de *self-dealing* con etiquetas de precio injusto, un cierto tipo de mala administración, puede causar que el precio de la acción de una compañía caiga y la preocupación de los accionistas minoritarios por perder su inversión puede causar una caída en el valor de la acción, aumentando la exposición de la compañía al riesgo de que lo adquieran. Sin embargo, cuando el mercado para el control corporativo es efectivo, se dan unos cuantos casos de explotación de la minoría. Por consiguiente aun bajo un régimen de una norma de responsabilidad, el número de casos en el que es necesario tener que recurrir a las Cortes es bajo independientemente de los costos de adjudicación.

La efectividad del mercado para el control corporativo depende, entre otras cosas, de la prevalencia de los ofertantes potenciales quienes monitorean el mercado para localizar las corporaciones ineficientes, la eficiencia de los mercados de capitales que proporcionan grandes sumas que necesitan los que van a adquirirlos y la existencia de un régimen legal que haga difícil a los accionistas mayoritarios vigentes impedir un *takeover*. Además, el factor más importante para la existencia de un mercado para el control corporativo es la estructura de gobierno de la corporación: la propiedad dispersa o la propiedad concentrada. Cuando prevalece la propiedad concentrada en el mercado, son raros los que desean adquirirlos. Cuando una persona tiene el control efectivo de la compañía con menos del 50% de las acciones en circulación, es posible ganar un gran porcentaje de valores en cartera y tomar el control. Al tener una absoluta mayoría de acciones, sin embargo, un accionista mayoritario puede hacer que la compañía sea inmune a los que desean adquirirla.⁸⁵ No importa cuán ineficiente puede ser la parte controladora, mientras que mantenga una mayoría absoluta no puede ser usurpada sino a través de una transacción consensual, privada.⁸⁶

Cuando el mercado para el control corporativo es ineficiente, con el resultado de que no hay amenazas o adquirentes hostiles, la minoría está menos protegida. En consecuencia, bajo las normas de responsabilidad, la minoría tiene que confiar en el sistema judicial y soportar la carga de los costos significativos de adjudicación. Por otro lado, bajo un régimen de normas de propiedad, la protección otorgada por el mercado para el control corporativo es necesaria. Bajo dicho sistema, ya que la minoría no espera ampliar su apoyo a una transacción ineficiente, la explotación de la minoría es una tarea difícil⁸⁷, por tanto, el control tiene poco valor para una entidad interesada en lucrar a costa de la minoría. Asimismo, las ganancias potenciales que se pensaban tener de un adquirente motivado por el retiro de una parte actuando en detrimento de la minoría es bajo, y así el incentivo para iniciar dicha adquisición es mínimo. En realidad, los costos de negociación son los únicos costos que quedan.

3.2. El Mercado de Capitales

Las corporaciones que buscan aumentar su capital para financiar sus actividades de negocios con frecuencia se dirigen a los mercados de capitales. Entre esos activos en el mercado de capitales están los inversionistas profesionales tales como los *underwriters* y la banca de inversión que actúan como *brokers* entre las corporaciones y los inversionistas potenciales. Las inversiones son evaluadas por el desempeño pasado de la corporación y por sus planes futuros.⁸⁸ Las corporaciones eficientes son capaces de aumentar su capital en términos favorables, mientras que las corporaciones ineficientes

⁸⁵ Ver GOSHEN, Zohar, *Controlling Corporate Agency Costs: A United States-Israeli Comparative View*, 6 *Cardozo J. Int'l & Comp. L.* 99 (1998) (compara el caso de Israel donde la propiedad concentrada produce un mercado para el control corporativo con un caso de los Estados Unidos en el que la propiedad dispersa da lugar a un mercado para el control corporativo).

⁸⁶ Las ventas privadas de control también implican problemas de representación. Ver Clark, *supra* nota 26, en 429.

⁸⁷ Esta declaración debe ser calificada. Si las Cortes son ineficientes en aplicar la norma de propiedad, los accionistas son incapaces de impedir efectivamente transacciones ineficientes y la expropiación se hace posible. En consecuencia, en dicha situación, un mercado eficiente para el control corporativo mejorará la protección para la minoría.

⁸⁸ Ver FOX, Martin B., *Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy* (1987).

encuentran capitales sólo en términos onerosos, si es que los encuentran.⁶⁹ Las corporaciones en las que la mayoría explota a la minoría tienen dificultad en aumentar su capital; bajo dichas circunstancias, los inversionistas están deseosos de entrar a la corporación como parte de la minoría. Por el contrario, las corporaciones estructuradas para proteger a la minoría aumentarán su capital con facilidad y a bajo costo. Por tanto, el mercado de capitales debería proteger a la minoría incluso bajo un régimen de norma de responsabilidad en donde los costos de adjudicación son altos. Por supuesto, el mercado de capitales debe ser un mercado eficiente para proporcionar dicha protección.⁷⁰

Sin embargo, la efectividad, incluso de un mercado de capitales eficiente como mecanismo protector es limitado. En los Estados Unidos, por ejemplo, la mayoría de las corporaciones públicas financian sus actividades refinanciándose con ganancias no distribuidas más que aumentando su capital social.⁷¹ Así, si la corporación no tiene que dirigirse al mercado de capitales para captar fondos, dicho mercado no puede controlar la habilidad de la mayoría para expropiar a los accionistas minoritarios.

A pesar de que un mercado de capitales eficiente no puede por sí mismo controlar la expropiación de la minoría, sí sirve para una función importante: informar a los participantes del mercado acerca de la existencia de expropiaciones potenciales e incorporar esta información en el precio de la acción. Esta función es crucial para la debida operación de otros mecanismos del mercado más efectivos.

3.3. Inversionistas Sofisticados

La composición de los accionistas minoritarios también afecta la elección de la protección apropiada. Cuando la minoría está compuesta principalmente de inversionistas sofisticados, tales como inversionistas institucionales, el mercado opera como un mecanismo efectivo de protección. Los inversionistas sofisticados invierten en la recolección y evaluación de información y actúan de acuerdo con sus hallazgos sobre una base profesional y consistente.⁷² Dichos inversionistas son capaces de poner precios a los valores para incorporar el riesgo del *self-dealing*. Estos inversionistas están activos en el mercado en una base a largo plazo, se comportan consistentemente y pueden así apreciar apropiadamente una buena reputación y sancionar una mala.⁷³ Es fácil administrar votos informados, y los riesgos de errores y postergaciones en dichos votos son bajos. En consecuencia, en dicho mercado, los costos de negociación bajo una norma de propiedad son bajos. Mientras que la presencia de inversionistas sofisticados disuade la ocurrencia de la explotación a través del *self-dealing*, los costos de adjudicación también decrecen, debido a la poca necesidad de recurrir a las Cortes.

Sin embargo, se debe enfatizar que un sistema judicial efectivo es más importante que la presencia de inversionistas sofisticados. A manera de ilustración, supongamos que un sistema judicial perfecto existe: Ello tiene bajos costos de adjudicación directos y no comete errores. En este caso, sería preferible una norma de responsabilidad. Ya que las partes sabrían que las Cortes no cometen errores, podrían negociar a la sombra de la norma, y el número óptimo de transacciones eficientes podrían darse sin ninguna necesidad de realmente recurrir a las Cortes. Por el contrario, una norma de propiedad podría causar desperdicio ordenando negociaciones formales a través del voto en todos los casos, a pesar de que no hay riesgo de expropiación. Ahora supongamos que un sistema judicial

⁶⁹ Ver STOUT, Lynn A., *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 Mich. L. 613 (1988).

⁷⁰ Ver GILSON, Ronald J. & KRAAKMAN, Rosser H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 (1984) (analiza los mecanismos de los mercados eficientes); GORDON, Jeffrey N. & KORNWALSER, Lewis A., *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U.L. Rev. 761 (1985) (analiza las consecuencias de los mercados eficientes).

⁷¹ Ver, e.g., GOSHEN, Zohar, *Shareholder Directed Options*, 104 Yale L.J. 881, 882 (1995).

⁷² Ver, e.g., BLACK, supra nota 69.

⁷³ Ver BLACK, Bernard S. & COFFEE, John C., Jr., *How Efficient? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997 (1994) (sugiere que Citicorp presenta un modelo de monitoria institucional activa y que los mercados de valores de los EE.UU. pueden dar la impresión que los valores en manos institucionales de los EE.UU. siguen creciendo).

ineficiente y/o corrupto coexiste con un mercado dominado por inversionistas sofisticados. Con claridad, una norma de responsabilidad podría resultar en altos costos de adjudicación. Pero, incluso una norma de propiedad no podría funcionar apropiadamente ya que su cumplimiento también podría depender de las Cortes. En otras palabras, los altos costos de adjudicación se trasladan a los altos costos de negociación. En realidad, el nivel de eficiencia mínima requerida de una Corte es la capacidad de hacer cumplir una norma de propiedad de forma predecible y consistente.⁷⁴ Solamente entonces, podrán los costos de negociación de una norma de propiedad en un sistema con inversionistas sofisticados ser más bajos que los costos de adjudicación de una norma de responsabilidad.

Más aún, en un mercado dominado por los inversionistas sofisticados que tienen que recurrir a las Cortes suficientemente eficientes, incluso el enfoque no intervencionista puede arribar a resultados eficientes ya que las partes implicadas –las corporaciones y los inversionistas– pueden idear la defensa apropiada. Cuando los inversionistas minoritarios son generalmente no sofisticados, sin embargo, las protecciones obligatorias impuestas por la ley asumen una mayor importancia.

3.4. La Reputación Corporativa

Los mecanismos de mercado discutidos arriba se basan en las sanciones económicas que enfrenta un propietario controlador que daña a la minoría. Por ejemplo, el mercado para el control corporativo amenaza los empleos de gerencia mientras que el mercado de capitales sanciona los abusos poniendo precios a las acciones de acuerdo con los deseos de los inversionistas para invertir en la compañía como una minoría. A veces, sin embargo, una sanción social más que una económica juega un rol para evitar el abuso de la minoría.⁷⁵

El rol de la reputación en la comunidad de negocios es un factor no jurídico que reduce el riesgo de la expropiación de los accionistas minoritarios.⁷⁶ Un propietario controlador que está interesado en recibir la aprobación pública y mantener una imagen positiva como un comerciante honesto y moral se abstiene de abusar de los derechos de la minoría –aun cuando no hay amenaza de una sanción económica.⁷⁷ La reputación, en pocas palabras, reduce la prevalencia de transacciones de self-dealing ineficientes. Así, una comunidad comercial en donde la reputación personal del accionista mayoritario juega un rol significativo, una norma de responsabilidad puede producir resultados efectivos debido a la poca necesidad de recurrir a los Cortes.

En suma, el análisis de la norma de propiedad/norma de responsabilidad de los costos relativos de las diferentes normas que regulan el self-dealing conduce a la conclusión de que no hay una solución eficiente aplicable a todos los casos. La solución preferible dependerá de las características económicas, judiciales y sociales específicas de una cierta jurisdicción dada.

4. Panorama y Análisis Comparativo

El siguiente trabajo breve de naturaleza comparativa analiza las protecciones proporcionadas a los accionistas minoritarios en cinco jurisdicciones diferentes de acuerdo al marco teórico descrito

⁷⁴ Ver PISTOR, Katharina et al., *Law and Finance in Transition Economies*, En: *The Economics of Transition* 3:5 (2000).

⁷⁵ Ver FAMA, Eugene F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. Pol. Econ. 285 (1980) (señala a la reputación como un dispositivo de restricción de la gerencia); ROCK, supra nota 8 (vierte el rol de la reputación al confiar en gerentes corporativos).

⁷⁶ Ver BLACK, supra nota 69, en 831 (menciona que las limitaciones regulatorias sobre los gerentes incluyen las "normas culturales de comportamiento"; Curtis J. Milhaupt, *A Relational Theory of Japanese Corporate Governance: Contract, Culture, and the Rule of Law*, 37 Harv. Int'l L.J. 3, 6-7 (1996) (discute los valores culturales en la estructura corporativa japonesa).

⁷⁷ Se concentra en los incentivos sociales más que en los económicos. Los incentivos del controlador evitan el problema de recursión hacia atrás de modelos de reputación que se basan en incentivos económicos. Supongamos que en algún punto en el futuro, los beneficios económicos de mantener una buena reputación son menores que los costos del controlador de mantener su promesa ante la minoría. En ese punto, el controlador no paga. Los inversionistas que esperan un resultado no financiarán la firma en primer lugar. El resultado es que la construcción de la reputación se intermite. Ver BULOW, Jeremy & ROGOFF, Kenneth, *A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt*, 97 J. Pol. Econ. 155 (1989).

arriba. El presente análisis revela el peso comparativo que cada factor debería tener en la selección de una norma que regula las transacciones de *self-dealing*.⁹⁸

4.1. Los Estados Unidos (Delaware)

Delaware, que es ampliamente conocido como la jurisdicción más significativa para fines del derecho corporativo, ha adoptado la norma de la responsabilidad por defecto para regular las transacciones de *self-dealing*.⁹⁹ Si fuera cuestionado en la Corte, el accionista interesado debe demostrar tanto que es un acuerdo justo como un precio también justo para satisfacer el test de "entera justicia".¹⁰⁰

De acuerdo a la legislación de Delaware, una norma de responsabilidad por defecto es la solución correcta a los problemas que se presentan en las transacciones de *self-dealing* debido a varias características de los mercados de los EE.UU. y del sistema judicial de Delaware. En primer lugar, las Cortes de Delaware poseen una pericia única para apreciar el valor de las transacciones y para aplicar el derecho corporativo. Para emitir sus resoluciones, las Cortes de Delaware funcionan con eficiencia, confiabilidad y celeridad crucial para el mundo dinámico de los negocios.¹⁰¹ En segundo lugar, el accionariado en los Estados Unidos está ampliamente diseminado entre los diversos inversionistas; por lo que un mercado activo para el control corporativo es posible.¹⁰² Finalmente, el mercado de valores de los EE.UU. es bastante eficiente¹⁰³, los inversionistas institucionales sofisticados tienen un gran margen de acciones minoritarias¹⁰⁴, y la comunidad de negocios en los Estados Unidos es sensible a la reputación comercial con relación a la administración de las corporaciones.¹⁰⁵

Como consecuencia de ello, los costos de adjudicación son bajos, tanto debido a un sistema judicial eficiente como a la actividad paralela de los mecanismos del mercado. Pero, los costos de negociación son también bajos debido a la presencia de inversionistas institucionales y a la eficiencia de los mercados de capitales. En tales circunstancias, las condiciones del mercado se parecen a aquel mercado sin costos de transacción y cualquier solución podría proporcionar resultados eficientes.¹⁰⁶ Por consiguiente, una protección mínima y flexible es favorable por defecto.¹⁰⁷ La norma de responsabilidad de Delaware evita la necesidad de mantener un voto formal en cada transacción de *self-dealing* y requiere que las Cortes se pronuncien solamente en una minoría de casos en conflicto. Al mismo tiempo, sin embargo, las partes son libres de pactar en contrario a la protección de la norma de propiedad por vía contractual.

⁹⁸ Las jurisdicciones elegidas para este análisis son aquellas que son las más discutidas en la literatura del derecho corporativo comparado.

⁹⁹ Ver CLARK, *supra* nota 26, en 166.

¹⁰⁰ Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 705-11 (Del. 1983).

¹⁰¹ La mayoría de los demás estados, cuyas Cortes no son tan eficientes en derecho corporativo, no obstante, han adoptado el enfoque de la norma de responsabilidad. Su elección puede deberse a dos razones. Otras características del mercado de los EE.UU. pueden proveer protección adecuada a la minoría a pesar de los altos costos de adjudicación; esta defensa puede bien ser un resultado de la competencia intra-estados y puede no necesariamente reflejar los atributos de un estado en particular. Ver ROMANO, Roberto, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 J.L. Econ. & Org. 225 (1985).

¹⁰² Ver RDE, Mark J., *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 Yale L.J. 1927 (1993) (indica que una gran diferencia en la estructura de la propiedad corporativa es que los bloques de votación concentrados que componen la estructura del gobierno de las firmas Alemanas y Japonesas más importantes se encuentran ausentes en las firmas de los EE.UU.).

¹⁰³ Ver GILSON & KRAKMAN, *supra* nota 90.

¹⁰⁴ Ver BLACK, *supra* nota 69.

¹⁰⁵ Ver BLACK, Bernard S., *Is Corporate Law Trust? A Political and Economic Analysis*, 84 Nw. U.L. Rev. 542, 573 (1990) (atribuye a la rareza del *self-dealing* en las corporaciones públicas de los EE.UU. "segundo hasta la internalización de los gerentes de "sentido desarrollado de un comportamiento propio e impropio"); ROCK, *supra* nota 8, en 1103-05.

¹⁰⁶ Ver *supra* Parte III.

¹⁰⁷ Ver *supra* parte I B.4.

En realidad, las Cortes de Delaware permiten que las partes contraten alrededor de normas de justicia y condicionan un acuerdo a la aprobación de la mayoría de la minoría que no tiene interés. La aprobación de una transacción de *self-dealing* por una mayoría de accionistas no interesados puede afectar la manera en que las Cortes de Delaware escudriñan una transacción contestada de dos maneras. Cuando un accionista se compromete en el *self-dealing*, el test de "entera justicia" permanece como estándar para juzgar la transacción pero la carga de la prueba para demostrar que la transacción es injusta pasa a la parte que intenta bloquear su ejecución.¹⁰⁸ Sin embargo, cuando la parte interesada es un director o gerente sin interés de obtener el control de la corporación, la transacción se mide contra la norma de juicio comercial, un estándar totalmente distinto, que resulta extremadamente deferencial para la parte interesada.¹⁰⁹ Estos enredos doctrinales han conducido a prominentes académicos a concluir que el derecho corporativo de Delaware es complicado, incoherente y su sistema de normas, inexplicable.¹¹⁰ Sin embargo, dado el marco analítico proporcionado arriba demostraré que las normas de Delaware son en realidad coherentes y proporcionan un medio eficiente de controlar al *self-dealing*.

En teoría, bajo un régimen de normas de propiedad, no hay necesidad de determinar si la transacción es justa ya que la minoría puede defenderse por sí misma. Por tanto, cuando las partes aljen hacer que el *self-dealing* sea contingente a la aprobación de la minoría desinteresada, lógicamente se concluye que tal transacción debe ser juzgada no solo por el test de justicia sino por la norma del juicio comercial tal como sería cualquier otra transacción de una tercera parte no conflictiva. Sin embargo, Delaware parece seguir esta lógica solo parte del camino. Tal como se indica arriba, un cambio en el estándar judicial a la norma del juicio comercial solamente se aplica a aquellas transacciones que tienen que ver con directores o gerentes que no poseen un interés de controlar la corporación. Por el contrario, las transacciones que implican a un accionista controlador estarán sujetas al test de equidad, a pesar de que la carga de la prueba pasará a los oponentes de la transacción.

El raciocinio manifiesto detrás de la negativa de las Cortes para desviarse del test de equidad en un *self-dealing* de un accionista mayoritario aun cuando una minoría desinteresada está segura se desprende de las preocupaciones procesales. Por ejemplo, un accionista controlador puede explotar su posición para distorsionar la votación ya sea amenazando a la minoría con futuras represalias o abusando de la amplia discrecionalidad que los poderes le permiten.¹¹¹ En realidad, las Cortes han mantenido el test de equidad para proporcionarse a sí mismos de la suficiente habilidad y flexibilidad para atacar estos riesgos procesales. Dicha habilidad y flexibilidad están ausentes bajo la norma del juicio comercial.

A pesar que el resultado definitivo de la solución de Delaware a los riesgos procesales es eficiente, un enfoque alternativo sería distinguir entre la decisiones *ad hoc* de un accionista controlador a suplantar la norma de la responsabilidad con una norma de propiedad y un compromiso consistente para hacerlo. Cuando la condición de que la mayoría de la minoría debe aprobar una transacción *self-dealing* se limita a una transacción específica, el accionista mayoritario mantiene el derecho de fundamentar otras transacciones (o incluso la presente) en el test de justicia. En estas circunstancias, las preocupaciones de las Cortes acerca de las distorsiones en el proceso de votación e intimidación de la minoría son legítimas porque el accionista mayoritario podría usar la

¹⁰⁸ Ver *Kahn v. Lynch Communications Sys.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

¹⁰⁹ Ver *Michelson v. Dusen*, 407 A.2d 211 (Del. 1979); En re *Wheelabrator Techs., Inc., Siders Litig.*, 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995). Esta norma, de hecho, trata a la transacción como si fuera una transacción con cualquier otro tercero. Ver también *supra* nota 7.

¹¹⁰ Ver *supra* nota 8.

¹¹¹ Ver *Citron v. E.I. du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990) (énfasis la preocupación por posibles represalias futuras).

norma de la responsabilidad para iniciar transacciones futuras que sean injuriosas para la minoría (e.g., una fusión *freeze-out*).

Por el contrario, cuando las partes determinan que todo *self-dealing* estará sujeto a la aprobación de una minoría no interesada—por ejemplo, cuando esta condición se establece en la escritura de constitución—esta preocupación se reduce. El accionista mayoritario no puede imponer la transacción vigente a la minoría ni puede dañar a la minoría por medio de futuras represalias (por ejemplo, por medio de *self-dealings* injuriosos o una fusión *freeze-out*) ya que la mayoría de la minoría será convocada de nuevo para endosar la medida. La remoción de la amenaza de intimidación de la minoría reduce el potencial de irregularidades en el proceso de votación. Por consiguiente, bajo dichas condiciones, la norma de juicio comercial puede reemplazar a la norma de la justicia comercial aun cuando un accionista mayoritario sea parte de la transacción.

No obstante el enfoque alternativo sugerido arriba, el hecho de que las Cortes de Delaware permiten que un accionista mayoritario traslade la carga de la prueba al accionista litigante al recibir el apoyo de la mayoría de los accionistas no interesados proporciona un medio adicional eficiente para controlar el *self-dealing*. Para entender el efecto de las normas de Delaware, debemos explorar el por qué la persona que controla podría condicionar el acuerdo al recibir apoyo de la mayoría-de-la-minoría, a pesar que el test permanece “enteramente justo”, y solo la carga de la prueba cambia. La respuesta subyace en la repartición del superávit. La persona controladora enfrenta dos elecciones: ejecutar el acuerdo y soportar la carga de la prueba de que el acuerdo es justo; o ejecutar el acuerdo con el apoyo de la mayoría-de-la-minoría y trasladar la carga de la prueba a la parte que se opone al acuerdo. En el primer caso, la persona que controla podría aprobar un acuerdo por la parte más baja del superávit. Para obtener la aprobación de la minoría, la persona controladora tendría que ofrecer un precio mayor. Sin embargo, el precio no sería tan alto como lo hubiera sido bajo el régimen de la norma de propiedad. Aquí, el poder de negociación de la minoría se encuentra limitado por el conocimiento que aunque su apoyo no se diera, la persona controladora puede todavía realizar el cambio y soportar la carga de la prueba de que sea justo. A pesar de esto, el precio ofrecido a la minoría debe ser mayor de lo que fue si su apoyo no se hubiera buscado. El efecto de la norma, trasladando la carga de la prueba, es en realidad dotar a la minoría con algún poder de negociación: la minoría tiene “algo” para venderle a la mayoría.

En efecto, existe una transacción de seguros: la persona que controla paga una prima (precio aumentado) a la minoría para aumentar las oportunidades de que el acuerdo no se vea atascado por un litigio o revocado por las Cortes. Es decir, en casos en los que existe un riesgo de que la Corte cometa un error para determinar el valor del acuerdo, la persona controladora puede comprar el seguro (apoyo de la minoría), trasladar la carga de la prueba al demandante y aumentar la oportunidad de mantener la validez del acuerdo. Por consiguiente, el cambiar la carga de la prueba proporciona al mercado con el incentivo de buscar el apoyo de la mayoría de la minoría, por medio del cual se reduce la necesidad de un pronunciamiento judicial sobre el valor del acuerdo. En realidad, en términos de mi análisis, las Cortes prefieren un cambio de la norma de la responsabilidad—que requeriría un mandato de las Cortes sobre los asuntos de la valoración—a la norma de propiedad—en cuyo caso el rol de las Cortes es juzgar la conveniencia del proceso de votación.

Muchos académicos creen que el sistema de Delaware es un sistema de normas complicado, incoherente e inexplicable.¹¹² En realidad, las características particulares presentes en las leyes de Delaware nos muestran que ha desarrollado una solución coherente y muy eficiente al problema del *self-dealing* al establecer por defecto la norma de responsabilidad.

¹¹² Ver *supra* nota 8.

4.2. El Reino Unido

El Reino Unido comparte muchas características con los Estados Unidos en términos de sus mercados de capitales y su medio ambiente económico y social. Los mercados de capital del Reino Unido son muy líquidos, compuestos mayormente por corporaciones públicas y que se benefician de un mercado desarrollado para el control corporativo.¹¹² Los inversionistas institucionales tienen una fuerte presencia en los mercados de capitales controlando el 70% de las acciones de compañías que comercializan públicamente.¹¹³ Además, los inversionistas institucionales se han vuelto mucho más activos en monitorear y participar en los asuntos de sus compañías de portafolio durante la última década.¹¹⁴ También, la comunidad de negocios es sensible a la reputación comercial. En realidad, "los mercados de capitales Británicos se igualan a aquellos de los Estados Unidos al ser extremadamente activos y muy desarrollados".¹¹⁵

Dadas estas características, uno podría esperar que al igual que los Estados Unidos, el Reino Unido podría adoptar en enfoque de test de equidad a las transacciones de self-dealing. En realidad, la norma por defecto que siguió el Reino Unido es la norma de la responsabilidad. Un accionista mayoritario es libre de votar sus acciones en una asamblea de accionistas convocada para aprobar una transacción en la que tiene interés personal.¹¹⁶ Incluso un director que también es accionista puede votar en una transacción en la que está interesado cuando la ley requiera que dicha transacción reciba la aprobación previa de los accionistas.¹¹⁷

Davies describe la increíble decisión en el último caso: "[S]e sostuvo que a pesar de cumplir con un compromiso prestado por la compañía a la Corte, los directores fueron obligados a recomendar a los accionistas a votar por una resolución que ellos como accionistas hubieran votado en contra si les hubiera importado". *Id.* en 708 n.15.

De nuevo, esta libertad de poder votar con un conflicto de intereses, artículo 459 de la Ley de Compañías, hace que los accionistas minoritarios puedan presentar una petición de transacción "injustamente perjudicial"¹¹⁸, y las Cortes tienen amplia discrecionalidad para decidir con respecto al remedio apropiado.¹¹⁹ Mientras que los casos son pocos, las Cortes han sostenido que el artículo 459 proporciona protección a los accionistas minoritarios en transacciones con conflicto de interés.¹²⁰

¹¹² Ver BLACK & COFFEE, *supra* nota 93, en 2001.

¹¹³ Ver CHEFFINS, Brian R., *Company Law: Theory, Structure, and Operation* 64 (1997) (cita a "Asambleas Anuales" (Lex Column), *Fin. Times*, October 2, 1995); BLACK & COFFEE, *supra* nota 93, en 2001 ("Las instituciones del R.U. tienen cerca de dos tercios de todas las acciones Británicas públicamente comercializadas").

¹¹⁴ CHEFFINS, *supra* nota 113 (nota que los inversionistas institucionales en los años recientes están considerablemente más dispuestos de tomar ciertas medidas con relación a las compañías en las que tienen acciones).

¹¹⁵ COFFEE, John C., Jr., *Insider v. Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1309 (1991).

¹¹⁶ Paul L. Davies, *Gower's Principles of Modern Company Law* 707 (6th ed. 1997) (nota que "los votos son derechos patrimoniales hasta el punto que cualquier otro incidente de las acciones que el tenedor pueda ejercer en su propio interés agreda aun al caso estuvieran opuestos a la compañía").

¹¹⁷ *Id.* en 708 (cita a *Northwest Transp. Co. v. Beatty* (1987) 12 App. Cas. 589; *N. Counties Sec. Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd.* (1974) 1 W.L.R. 1133). Davies describe la increíble decisión en el último caso: "[S]e sostuvo que a pesar de cumplir con un compromiso prestado por la compañía a la Corte, los directores fueron obligados a recomendar a los accionistas a votar por una resolución que ellos como accionistas hubieran votado en contra si les hubiera importado". *Id.* en 708 n.15.

¹¹⁸ Ver *Companies Act, 1985*, c. 6, § 459(1) (Eng.) Artículo 459(1) dispone: "Un miembro de una compañía puede formular una petición a la Corte por una orden bajo esta Parte sobre la razón de que los negocios de una compañía estén o han sido conducidos de una manera tal que es injustamente perjudicial para los intereses de sus miembros en general o parte de los miembros (incluyendo al menos a él) o que cualquier acción u omisión real o propuesta de la compañía (incluyendo una acción u omisión en su representación) es o resultaría ser muy perjudicial."

¹¹⁹ Artículo 461(2) de la Ley de Compañías de 1985 dispone que una Corte puede:

- a) regular la conducta de los negocios en el futuro;
- b) requerir que la compañía se abstenga de hacer o que continúe haciendo un acto solicitado por el demandante o que haga un acto que el demandante alega que no ha hecho;
- c) autorizar los procesos civiles a iniciarse en nombre y representación de la compañía en los términos que la Corte pueda disponer;
- d) disponer la compra de las acciones de cualquier miembro de la compañía por otro miembro o por la compañía misma, y en caso de compra por parte de la compañía misma, la reducción correspondiente del capital de la compañía.

La Ley de Compañías de 1985 § 461(2).

¹²⁰ Ver Davies, *supra* nota 116, en 735.

Sin embargo, mientras que el artículo 459 teóricamente parece proporcionar adecuada protección a los accionistas minoritarios en transacciones de *self-dealing*, ello no se da en la práctica. Esta falla principalmente proviene de la naturaleza general de la judicatura en el Reino Unido. La vasta mayoría de los jueces carecen de la pericia que requiere la realidad del mundo corporativo.¹²² En comparación con los jueces de los Estados Unidos, especialmente de aquellos de Delaware, estos jueces no "tienen la misma pericia con la mecánica de la formación de los acuerdos corporativos" y "no traen al estrado el mismo nivel de pericia que [sus] contrapartes de Delaware".¹²³ Además, los jueces en el Reino Unido se adhieren estrictamente al principio del *stare decisis*.¹²⁴ En realidad, el Parlamento promulgó el artículo 459 con la expresa intención de cambiar el enfoque conservador de los jueces con respecto a las acciones iniciadas por los accionistas minoritarios.¹²⁵ A despecho de la intención del Parlamento, la falta de activismo judicial ha resultado en la aplicación reducida del artículo 459.¹²⁶ Además, aun cuando las Cortes se hayan pronunciado sobre las peticiones de un accionista minoritario bajo el artículo 459, ellos han proporcionado poca guía en sus opiniones para los futuros demandantes.¹²⁷ En pocas palabras, dada las ineficientes e ineficaces Cortes del Reino Unido, la protección de la norma de responsabilidad no ha proporcionado adecuada protección debido a los altos costos de adjudicación.

No obstante, la fuerte presencia de inversionistas institucionales ha conducido a la regulación privada, por medio de la cual se ha minimizando la necesidad de confiar en las decisiones de las Cortes.¹²⁸ La Bolsa de Valores de Londres ha tomado partido y ha llenado el vacío con sus propias normas para las transacciones de *self-dealing*.¹²⁹ De acuerdo con el artículo 11 de las normas enlistadas, comúnmente llamadas el "Libro Amarillo", para mantener listadas sus acciones en la Bolsa de Valores de Londres, las corporaciones deben presentar todas las transacciones que impliquen a un accionista de 10% al voto general de los accionistas y denegar al accionista interesado la oportunidad de votar.¹³⁰ Este requerimiento de la lista en efecto proporciona protección en la forma de una norma

¹²² Ver Cheffins, *supra* nota 115, en 309 ("Inevitablemente, los jueces tendrán suficiente conciencia de las dinámicas comerciales claves para evaluar de una manera bien informada la conducta de los implicados en las compañías. Sin embargo, hay alguna razón por la cual los jueces ingleses no están particularmente bien calificados en este aspecto").

¹²³ *Id.* en 312.

¹²⁴ Ver *id.* en 333 ("Los participantes de la compañía pueden por y de largo depender de la judicatura de Inglaterra para posicionarse en principios establecidos. Los jueces ingleses normalmente evaden el activismo judicial. Igualmente, se ven fuertemente inclinados a seguir normas establecidas en casos previos"). ver también *id.* en 352 (indica que el derecho corporativo de del Reino Unido es más detallado y comprehensivo que el de otros países, incluyendo el de los Estados Unidos, en parte porque intenta "proporcionar una guía a los jueces que no están bien adaptados a la tarea de aplicar las normas que se expresan en la forma de amplios principios generales", porque "la judicatura cuando se enfrenta con una situación en donde la legislación falla al respecto a un asunto significativo, tradicionalmente ha sido reticente a llenar los vacíos").

¹²⁵ Ver Davies, *supra* nota 118, en 735-36 ("El artículo tiene, más aún, cuando es introducido en su forma moderna en 1980, un diseño muy considerable a las actitudes tradicionalmente no intervencionistas de los jueces con relación a los negocios internos de las compañías". Específicamente, el artículo 459 fue promulgado con un cambio en la redacción de la legislación previa, el artículo 210. Artículo 210 usó la palabra "opresión" como base para la acción del accionista minoritario; sin embargo, ello fue interpretado muy restrictivamente por las Cortes. El artículo 459 sustituyó la palabra "perjuicio injusto" por "opresión", que era "una clara indicación de que el Parlamento quería que las Cortes tomaran un rol más activo." *Id.* en 740).

¹²⁶ Ver Cheffins, *supra* nota 115, en 335 ("Los jueces ingleses creen que un cambio en la ley debe ser coordinado cuidadosamente con la doctrina existente que a su vez quiere decir que las modificaciones deben ser pensadas muy cuidadosamente por anticipado. En consecuencia, no están muy dispuestos a ir detrás de servicios iniciales diseñados para reorganizar principios jurídicos").

¹²⁷ Ver *id.* en 330 (discute la falta de coherencia y claridad en las decisiones de las Cortes del Reino Unido).

¹²⁸ Ver *id.* en 364-420. La regulación privada de entidades corporativas durante mucho tiempo ha sido una característica preexistente del Reino Unido. En realidad, el gobierno del Reino Unido explícitamente ha otorgado facultades a organizaciones preexistentes sobre ciertos ámbitos y los ha reconocido como las autoridades competentes en ciertos asuntos financieros.

¹²⁹ La Bolsa de valores de Londres es designada como la autoridad competente para hacer cumplir las pautas legislativas y su propia requerimientos recogidos en lista que ponen un estandar ligeramente por debajo de las legislativas. *Id.* en 368.

¹³⁰ Ver la Lista de Reglas de la Bolsa de Valores § 11 (2001), en <http://www.ha.gov.uk/pubs/ukbchapt11-2.pdf> artículos 11.4(c) y (d) disponen que en una transacción con una "parte vinculada", definida en el artículo 11.1(c) que incluye a más del 10% de accionistas, la compañía debe:

(c) contar con la aprobación de sus accionistas ya sea antes de la transacción que se está celebrando o, si es impresa ser (c) contar con la aprobación de sus accionistas ya sea antes de la transacción que se está celebrando o, si es impresa ser condicional sobre dicha aprobación, antes de completar la transacción; y (d) donde sea aplicable, asegurar que la parte vinculada misma se abstenga, y tome todas las medidas razonables para asegurarse que sus asociados se abstengan de votar sobre la resolución relevante.

§§ 8 & 11.4(c), (d).

de propiedad a los accionistas minoritarios. Como tal, la fuerte presencia de los inversionistas institucionales dentro del ambiente comercial y social del Reino Unido ha conducido a costos de negociación más bajos bajo la protección de la norma de propiedad. Así, en el Reino Unido, la contratación privada ha cambiado el marco regulatorio de una norma de responsabilidad por defecto a la norma de propiedad; por tanto ha habido un cambio de los altos costos de adjudicación a bajos costos de negociación.

4.3. Canadá

El sistema judicial canadiense no está tan bien versado en derecho corporativo y valorización de activos como su contraparte estadounidense. El mercado para el control corporativo es casi inexistente debido a la alta concentración de valores en portafolio en la mayoría de las compañías y, el mercado de capitales local es todavía ineficiente, a pesar que los inversionistas institucionales están gradualmente ganando mayor influencia y presencia.¹³¹ En otras palabras, este mercado se caracteriza por los altos costos de adjudicación sin las fuerzas del mercado que podrían impedir estos costos. Estos hallazgos sugieren que la protección de la norma de propiedad podría ser muy eficiente.

Sin embargo, las protecciones otorgadas a los accionistas minoritarios bajo el derecho corporativo Canadiense, en la mayoría de las jurisdicciones, se basan en el tipo de norma de responsabilidad. Las dos protecciones más comunes son el recurso contra la "opresión" de la minoría y el derecho de tasación. "Casi todas las leyes Canadienses" otorgan a los accionistas minoritarios el derecho "a buscar protección contra la "opresión" de la mayoría o de la administración".¹³² Este recurso autoriza a las Cortes a ignorar las normas técnicas que vinculan a las partes implicadas a solicitar una combinación no específica de *fair-play* y estándares de expectativa-legítima-del-accionista. Las leyes proporcionan a las Cortes con extensa facultad discrecional para rectificar los asuntos contestados por la parte víctima de opresión. Entre otras facultades, las Cortes tienen la autoridad de forzar a la corporación o a la parte opresora a comprarle todo a la parte oprimida a un precio justo judicialmente declarado, o alternativamente, a emitir una orden compensando a la parte agraviada.¹³³

Además, desde los años 1980, la mayoría de las jurisdicciones canadienses han reconocido un derecho de tasación: un mecanismo legislativo por el cual una minoría que disiente a ciertos cambios fundamentales en las prácticas corporativas puede forzar a la corporación a comprar sus acciones a un precio justo judicialmente determinado. El derecho de tasación, normalmente, se usa ampliamente en casos tales como fusiones, grandes cambios comerciales, emigración de una jurisdicción a otra, o transacciones privadas en marcha.¹³⁴

Debido a la ineffectividad de las Cortes canadienses, esta protección de la norma de responsabilidad ha probado ser inadecuada. En consecuencia, la no satisfacción con las protecciones otorgadas en las leyes corporativas Canadienses ha conducido a organismos como la Comisión de Valores de Ontario (en adelante "OS") a presentar un punto de vista diferente de la regulación apropiada a las transacciones de *self-dealing*. En 1991, la OS emitió una nueva norma¹³⁵, agregando requisitos que van más allá de aquellos encontrados en las leyes corporativas.¹³⁶ La norma de la OS requiere la aprobación de la mayoría-de-la-minoría en algunas transacciones grandes relacionadas con terceros¹³⁷, y dos tercios de

¹³¹ Ver DANIELS & MACINTOSH, *supra* nota 5; MACINTOSH, Jeffrey G., The role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets, 31 *Osgoode Hall L.J.* 371 (1993).

¹³² WELJING, Bruce L., *Corporate Law in Canada, The Governing Principles* 333 (2d ed. 1991).

¹³³ *Id.* en 554, 559, 561.

¹³⁴ *Id.* en 572-75.

¹³⁵ Norma 61-301 de la Comisión de Valores de Ontario (en adelante la Norma OS). La OS realiza funciones similares a la Comisión de Valores e Inmóviles de los EE.UU.

¹³⁶ Ver Daniels & Macintosh, *supra* nota 5, en 900-12.

la mayoría de la minoría si el precio de la transacción se desvía de los límites de la valoración preparada con relación a la transacción relacionada con un tercero.¹³⁸ Sin detallar todos los aspectos de estos requisitos y sus excepciones, la norma de la OS representa, de hecho, un cambio a la protección de la norma de propiedad (norma de la mayoría-de-la-minoría) para transacciones que implican votación con conflicto de intereses. Así, hay un cambio de los altos costos de adjudicación (debido a Cortes inefectivas) a costos más bajos de negociación (debido al aumento gradual en la presencia y el efecto provocado por los inversionistas institucionales). Este cambio de política ilustra la forma de desprenderse de las cosas mediante intercambio (*tradeoff*) hecho por la OS. A pesar de que los inversionistas institucionales no son tan fuertes como lo son en los Estados Unidos y el Reino Unido, el costo que implica confiarle la protección contra el *self-dealing* a ellos es menor que el costo asociado con el confiarle la protección contra el *self-dealing* en las Cortes.

4.4. Alemania

Cuando se les compara con los Estados Unidos, los mercados de capitales alemanes se encuentran a un nivel menor de desarrollo.¹³⁹ Además, no existe prácticamente ningún mercado para el control corporativo debido a la alta concentración de valores en portafolio en acciones para la venta.¹⁴⁰ Sin embargo, en la mayoría de las corporaciones, la minoría incluye fuertes instituciones financieras que mantienen acciones y también brindan créditos a la corporación.¹⁴¹ La estrecha relación de estas instituciones con los accionistas mayoritarios se basa en la reputación e incluso en una dependencia del crédito, creando un mercado eficiente en términos de flujo, evaluación y de uso de la información.¹⁴² Sin embargo, debido a que las Cortes alemanas no son tan eficientes como las Cortes de Delaware en aplicar el derecho corporativo y el valor de la tasación¹⁴³, estas características resultan en altos costos de adjudicación y bajos costos de negociación. Esta combinación de características sugiere que debe haber una preferencia para adoptar una norma flexible por defecto. En realidad, el derecho alemán se basa en la protección de la norma de responsabilidad.¹⁴⁴ Como se

¹³⁸ Ver Norma OS, *supra* nota 136, § 20 (se remite a las transacciones que excedieron el 25 % de la capitalización de mercado del emisor).

¹³⁹ Ver *id.* § 31.

¹⁴⁰ Ver Friedrich K. Küber, *Institutional Owners and Corporate Managers: A German Dilemma*, 57 *Brook. L. Rev.* 97 (1991) (ofrece un análisis de la relación entre un banco y una corporación no bancaria en Alemania). Durante los años noventa, ocurrieron mejoras importantes en el mercado de capitales, principalmente debido a dos Leyes de Promoción del Mercado Financiero: *Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz)*, v. 22.2.1990 (BGBI. I, S.266); *Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweiter Finanzmarktförderungsgesetz)*, v. 26.7.1994 (BGBI. I, S.1749).

¹⁴¹ Ver Theodor Baums, *Corporate Governance in Germany: The Role of Banks*, 40 *Am. J. Comp. L.* 503, 504 (1992) (nota que solamente 700 de más de dos millones de compañías son registradas en la Bolsa y que, de estas, menos de diez son ampliamente mantenidas). Hwa-jin Kim, *Markets, Financial Institutions, and Corporate Governance: Perspectives from Germany*, 26 *Law & Pol'y Int'l Bus.* 371, 380 (1995) (nota que la mayoría de las corporaciones Alemanas no realizan actos de comercio públicamente y que se estima que se mantienen solamente treinta compañías Alemanas).

¹⁴² Ver Baums, *supra* nota 141, en 503-83 (indica que además de los *holdings* directos, los bancos mantienen apoderados de muchos inversionistas del sector público). John Cable, *Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks*, 95 *Econ. J.* 118, 119 (1985) (nota que las compañías Alemanas tienden a operar con una estructura de capital de palanca, que aumenta la influencia de los bancos que juegan un rol en mantener fondos de fuentes externas); Kim, *supra* nota 141, en 352-83 (observa que la tasa de pólupreo para las compañías Alemanas es más alta que para sus contrapartes de la EE.UU. y que prefieren tomar crédito de un solo banco (*Hauptbank*) en lugar de diversas instituciones financieras).

¹⁴³ A pesar del hecho que la regulación de dar a conocer o revelar es inferior; ver Hans-Michael Kraus, *Securities Regulation in Germany: Remedies for Misleading by Issuers*, 18 *Int'l Law.* 109 (1984), la posición de los bancos como acreedores les proporciona con más información que un inversionista normal y sus representantes están con frecuencia presentes en los organismos que supervisan a las gerencias. Ver Baums, *supra* nota 141, en 512-14.

¹⁴⁴ Muchas causas se presentan en las tan conocidas cámaras para asuntos comerciales que caen bajo el párrafo 95 ff. *Gerichtsverfahrensgesetz* (Ley de Organización de la Judicatura). En realidad, esas cámaras particulares se especializan en casos relacionados con el derecho corporativo y deben desarrollar un alto grado de eficiencia en relación al tiempo.

¹⁴⁵ El clásico ejemplo de esta norma de responsabilidad es el párrafo 243 del *Aktiengesetz* (la Ley de Corporaciones por Acciones alemana) ubicada en basección que tienen que ver con las decisiones nulas de la asamblea de accionistas. Ver Hannes Schneider & Martin Haidt-Hahn, *La Ley de Corporación por Acciones alemana* (1996) (traducción de La Ley de Corporaciones por Acciones alemana). Subsección 2 indica que cuando un propietario usa su poder de voto para lograr una ventaja especial

ha anotado arriba, esta es una protección más flexible que las partes intervinientes pueden darle a medida de sus necesidades específicas. No obstante, a diferencia del derecho de Delaware, el derecho alemán ordena la protección de la norma de responsabilidad y no deja lugar a las partes para que contraten con la protección de la norma de propiedad. Así se pierden las ganancias de eficiencia que se podrían obtener de dichos contratos.¹⁴⁵

4.5. Italia

La mayoría de las corporaciones que comercian públicamente tienen un accionista mayoritario (una persona o un grupo que tiene el 30% de las acciones).¹⁴⁶ A pesar que dicho nivel de propiedad no deja lugar a los adquirentes hostiles, en la práctica, el mercado para el control corporativo es limitado debido a la participación cruzada masiva de firmas, convenios de accionistas, y el compromiso de la alta política.¹⁴⁷ Además, existen pocos inversionistas institucionales sofisticados y el mercado de capitales es ineficiente y subdesarrollado.¹⁴⁸ Más aún, las Cortes italianas no son efectivas e ineficientes en proporcionar fallos previsibles y oportunos.¹⁴⁹ Finalmente, la importancia de la reputación en la comunidad de negocios italiana es baja. Así, existe un riesgo sustancial de alta frecuencia y de baja calidad en las transacciones de self-dealing. Estos hallazgos sugieren una necesidad para la protección de la minoría basada en la norma de la propiedad, a pesar que se espera que la frecuencia de las transacciones de self-dealing sea alta (debido a las participaciones cruzadas masivas).

Algunos articulados de la legislación del derecho corporativo italiano ofrecen lo que parece ser una protección de la norma de propiedad, pero otras secciones de la ley y las decisiones de las Cortes italianas establecen lo que parece ser un sistema de protección de normas de responsabilidad. Haciendo un escrutinio más cercano, sin embargo, el sistema italiano se puede definir más exactamente como un régimen de no-intervención.

Teóricamente, las leyes restringen la votación del self-dealing en casos en los que el voto de un accionista es requerido.¹⁵⁰ Sin embargo, la ley no exige que los accionistas voten en cada transacción

para sí misma o una tercera parte, la decisión puede ser nula. Sin embargo, cuando la decisión ha proporcionado al accionista afectado con una compensación justa, el párrafo no se aplica. En otras palabras, el propietario controlador puede forzar el acuerdo si proporciona una compensación justa. La legislación que trata con las actividades de conglomerados (*Verbundabschlüssen*) proporciona otro ejemplo. Estas entidades han recibido especial atención en partes de la *Aktienregister* (párrafos 15-19 y 291-330). Ver *id.* La ley permite que una compañía esté sujeta a otra compañía sobre una base contractual por una decisión aprobada por los tres cuartos de la mayoría de accionistas de cada compañía (párrafo 203). La minoría no tiene derecho de veto pero está facultada a una compensación justa (párrafo 304) o a hacer que la compañía controladora compre sus acciones a una tasa justa (párrafo 305). Si en vez de esto la compensación es injusta, las Cortes pueden intervenir y determinar un precio justo. Igualmente, la violación de los acuerdos que tienen que ver con los conflictos de intereses directos *vis-à-vis*, tal como el párrafo 88 artículo 1 del *Aktienregister* (que prohíbe que los directores ejerzan un negocio y que celebren acuerdos en el área de la corporación), párrafo 181 del Código Civil Alemán (que prohíbe la autoconstrucción general por medio de representantes), párrafo 93 artículo 2 del *Aktienregister* (que establece la obligación de lealtad), resulta en un reclamo por una compensación (i.e.g., párrafos 147 del *Aktienregister*). Ver *id.*

¹⁴⁵ Párrafo 23, artículo 5 del *Aktienregister* establece el principio del "Satzungsstimmrecht" (rigidez de la escritura de constitución) y ordena que la escritura de constitución no pueda diferir de las disposiciones de la Ley de Corporación por Acciones a menos que esté explícitamente permitido. Ver *id.* Se permiten disposiciones adicionales a menos que las normas de la Ley de Corporación por Acciones dispongan la regulación completa de la materia.

¹⁴⁶ Ver BIANCHI, Marsella, et al., *Pyramidal Groups and the Separation Between Property and Control in Italy*, en *The Control of Corporate Europe* (Fratello Berca & Marco Becht eds., 2001); Lorenzo Stanghellini, *Corporate Governance in Italy: Strong Owners, Faithful Managers*, 6 Int. Int'l & Comp. L. Rev. 91, 135-38 (1995).

¹⁴⁷ Becht et al., *supra* nota 147.

¹⁴⁸ Ver La Porta et al., *supra* nota 38, en 1137; Andrei Shleifer & Robert Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. Fin. 737, 770 (1997); Stanghellini, *supra* nota 147, en 135-36, 155-56, 163.

¹⁴⁹ Enriques, *supra* nota 50 (proporciona datos empíricos sobre la inefectividad e ineficiencia de las Cortes italianas).

¹⁵⁰ Se prohíbe la votación con un conflicto de intereses para debe siempre buscarse la mayoría de la minoría donde haya un voto sobre self-dealing. Aldo Frignani & Giancarlo Elia, *Ley de Compañías Italiana* 39 (1992) (traduciendo el Código Civil, bk. V, art. 2373). En teoría, bajo dicho régimen mientras se puede asegurar que los votantes no tienen interés ulterior en la transacción y mientras se haya mantenido de forma apropiada la votación, los términos mismos de la transacción no necesitan pasar por escrutinio. En realidad, la seguridad de los acuerdos está totalmente regulada. El poder debe ser por

conflictiva a pesar que todas las decisiones corporativas importantes (por ejemplo, fusiones, venta de bienes importantes, modificación de los estatutos) deben ser aprobadas por los accionistas.¹⁵¹ Esta ley parece establecer una protección de la norma de propiedad. Sin embargo, una demanda con relación a una violación de la restricción de la votación con conflicto de intereses puede tener éxito solamente si el demandante puede mostrar que el voto ilegal fue fundamental y que el precio fue injusto.¹⁵² Más todavía, incluso si ambos elementos se muestran, solamente en raros casos la Corte emitiría una medida cautelar preliminar para detener la transacción. Estos factores adicionales crean lo que parece ser, de hecho, una protección de la norma de responsabilidad "fuera de los libros".

Más aún, las Cortes italianas han sostenido que la restricción en la votación con conflicto de intereses no se aplica a las transacciones entre corporaciones vinculadas (por ejemplo, principal-subsidiaria).¹⁵³ Dada la participación cruzada de firmas en Italia, la mayoría de las transacciones *self-dealing* están por lo tanto no reguladas por la protección de la norma de propiedad. Es decir, estos casos están regulados por la norma de responsabilidad. Asimismo, las Cortes han afirmado que para determinar la existencia de un daño potencial y el alcance de los daños a una subsidiaria, las ventajas indirectas que se derivan de ser parte de un grupo deben tenerse en cuenta.¹⁵⁴ En la práctica, esta norma hace extremadamente difícil probar la injusticia de una transacción entre corporaciones vinculadas. En consecuencia, la transformación de la ley en los libros en una norma de responsabilidad fuera de los libros, junto con su aplicación mínima y su dificultad probatoria proporciona una protección muy débil a la minoría.

No obstante la aparentemente muy débil protección de la norma de responsabilidad, el sistema jurídico italiano debe ser tratado como un régimen de no-intervención. Hasta 1998, la ley impedía que la minoría iniciara un juicio derivado contra los directores y gerentes —que normalmente aprueban y ejecutan transacciones conflictivas— permitiendo a la mayoría renunciar a dicho juicio si no existía una oposición de los accionistas que mantuvieran, al menos, 20% del capital.¹⁵⁵ En consecuencia, es difícil contratar alrededor de deficiencias legales en la protección de la minoría porque la validez de los convenios de los accionistas es incierta.¹⁵⁶

Así el sistema jurídico italiano proporciona un ejemplo chocante de un régimen de no-intervención. Tal como se explicó inicialmente, dicho sistema socava la creación de un mercado de capitales.¹⁵⁷ En realidad, los mercados de capitales italianos son subdesarrollados y casi toda la economía se basa en pequeñas y medianas corporaciones comerciales privadas.¹⁵⁸ En estas corporaciones, o no existen minorías foráneas (como opuestas a los miembros de una familia) o, por alguna razón es más fácil para las partes crear convenios proporcionando protecciones a la minoría.¹⁵⁹ Todavía es claro que facilitar el desarrollo del mercado de capitales requerirá que la ley misma

escrito y tiene sólo validez durante una asamblea general de accionistas, el número de accionistas que un solo representante puede representar es restringido y los poderes no pueden ser otorgados a directores, empleados de la corporación o corporaciones controladas por la corporación (a los directores o empleados), bancos o instituciones crediticias. Id.

¹⁵¹ Id. en 35 (traduciendo el Código Civil Italiano, bk. art. 2365).

¹⁵² Id. en 39, 48 (traduciendo el Código Civil Italiano, bk. arts. 2373, 2391).

¹⁵³ Ver Gianfranco Cambiaso, 2 *Diritto Commerciale* 283 (1999).

¹⁵⁴ Ver. id.

¹⁵⁵ El artículo 2393 del Código Civil Italiano que trata de las acciones de responsabilidad promovidas por la compañía (i.e., juicios derivados), establece:

La compañía puede renunciar a su derecho de acción por responsabilidad siempre que dicha renuncia o compromiso se apruebe por resolución expresa de una asamblea de accionistas y siempre que dicha resolución no haya habido oposición por una minoría de accionistas que representen al menos un quinto del capital de la compañía.

Frigioni & Ekl, *supra* nota 151, en 48 (traduciendo el Código Civil Italiano, bk. V, art. 2393). Ver también Scanghellini, *supra* nota 147, en 174. Esta norma fue modificada en 1998. Ver *supra* nota 141.

¹⁵⁶ Ver Scanghellini, *supra* nota 147, en 140-143, 181.

¹⁵⁷ Ver *supra* parte I.B.2.

¹⁵⁸ Ver Scanghellini, *supra* nota 147, en 126-29.

¹⁵⁹ Ver *id.* en 131-34.

ofrezca protecciones a las minorías. En realidad, en 1998 la ley italiana pasó por una importante reforma¹⁴⁰, a pesar que esta reforma representa un paso importante, no será suficiente provocar el cambio requerido.¹⁴¹

V. CONCLUSIÓN

El *self-dealing* corporativo puede ser controlado por varios medios. El presente artículo demuestra que la elección entre las dos opciones preferidas es en verdad una elección entre la protección de la norma de responsabilidad y de la norma de propiedad. Esta elección depende, sin embargo, de los costos de transacción totales incurridos en un sistema dado. Estos costos incluyen tanto los costos de negociación concomitantes con la norma de propiedad así como a los costos de adjudicación asociados con la norma de responsabilidad. La suma de estos costos está influenciada por la eficacia del sistema judicial y los mecanismos del mercado, incluyendo el marco para el control corporativo, el mercado de capitales y los tipos de inversionistas activos en el mercado. Los modelos estadounidense, británico, canadiense, alemán e italiano cada uno demuestran que el peso relativo de los diferentes factores en un sistema dado afectará la elección de la norma apropiada para la protección de los accionistas minoritarios ante el problema del *self-dealing*. A final de cuentas, la solución adoptada debe estar en conformidad con las condiciones locales (es decir, con la fuerza y debilidad relativa de los factores empíricos relevantes) en cada jurisdicción. En realidad, no existe una solución eficiente aplicable a todos.

¹⁴⁰ Ver Decreto Legislativo 58 del 24 de Febrero de 1998, Consolidated Law on Financial Intermediation según el artículo 8 y 71 de la Ley 52 del 8 de Febrero de 1996 [en adelante "el decreto"].

¹⁴¹ Los cambios relevantes concernientes a la protección de la minoría en el contexto de este Artículo son los siguientes:

- A pesar que la ley todavía no exige que los accionistas voten en transacciones de *self-dealing*, sí dispone que la minoría tenga derecho a convocar a asamblea de accionistas. Sin embargo, este derecho se reserva solamente a los accionistas que representen por lo menos al 10% del capital de la corporación (artículo 125 del decreto). Además, en una asamblea extraordinaria de accionistas se exige un quórum mayor (50% de los acciones en primera convocatoria, 33% en segunda convocatoria y 10% en tercera convocatoria) y un alternativo voto supermayoritario de dos tercios (artículo 126 del decreto). Dado los grandes bloques de acciones normalmente en poder de accionistas controladores, sería casi imposible que un accionista minoritario gane un voto si la mayoría no asistió a la asamblea o votó en contra de la posición de la minoría.
- Existe cierta duda en la capacidad de la minoría para iniciar un juicio derivado. Los accionistas que representen al menos 5% del capital de la firma pueden presentar un juicio derivado y este 5% pueden también bloquear a la mayoría de renunciar al juicio (artículo 129 del decreto). Sin embargo, dado que es difícil que una minoría logre la representación de 5% del capital y dado que no hay incentivos más allá de la acción pro rata de la minoría de iniciar el juicio derivado (artículo 129 del decreto dispone solamente el reembolso de los costos de la acción del demandante y sólo si hay juicio favorable), la eficacia de estos cambios para preservar la propiedad dispersa es dudosa.
- El prospecto de compra-venta de la ley ha mejorado. Ahora es posible poner en los estatutos de la corporación un porcentaje menor del 5% de accionariado requerido para tener el derecho a presentar un juicio derivado (artículo 129(1) del decreto). Sin embargo, no se otorga dicho derecho al 5% de las acciones exigidas para bloquear y hacer que la mayoría renuncie al juicio (artículo 129(2) del decreto). Mejor aun, a pesar de la validez de los acuerdos de los accionistas fue revocado, su duración se limitó a tres años (artículos 121 y 123 del decreto).